DUMITRU BUCĂTARU

FINANȚELE ÎNTREPRINDERII

JUNIMEA

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României
BUCĂTARU, DUMITRU
Finanțele întreprinderii / Dumitru Bucătaru – Iași: Junimea, 2008
Bibliogr.
ISBN 978-973-37-1332-6

658.14

© EDITURA JUNIMEA, IAȘI – ROMÂNIA
© DUMITRU BUCĂTARU

Scanned with OKEN Scanner

658.1
B96

DUMITRU BUCĂTARU

FINANŢELE ÎNTREPRINDERII

Scanned with OKEN Scanner

CUPRINS

CUPRINS 1

CAPITOLUL 1. CADRUL DE MANIFESTARE A FINANȚELOR ÎNTREPRINDERII 5

1.1.Organizarea afacerilor în economia de piață 5

1.2. Mediul întreprinderii. Mutații în conținutul acestuia în contemporaneitate 13

1.3. Conținutul şi funcțiile finanțelor întreprinderii. Adaptarea finanțelor la modificările mediului 17

1.4. Funcția financiară a întreprinderii 21

1.5. Funcția şi gestiunea financiara a întreprinderii 25

1.6. Finanțele şi obiectivele întreprinderii 31

CAPITOLUL 2. CIRCUITE, FLUXURI ŞI CICLURI FINANCIARE 36

2.1. Circuitele financiare ale întreprinderii 36

2.2. Fluxuri şi cicluri financiare 39

CAPITOLUL 3. ANALIZA FINANCIARĂ A ÎNTREPRINDERII – PREMISĂ A FUNDAMENTĂRII DECIZIILOR ACESTEIA 45

3.1. Conținutul şi obiectivele analizei financiare 45

3.2. Analiza financiară pe bază de fluxuri 51

3.3. Analiză financiară cu ajutorul ratelor 54

CAPITOLUL 4. FORMAREA CAPITALURILOR ŞI STRUCTURA FINANCIARĂ A FIRMEI 60

4.1. Conceptul de capital al întreprinderii 60

4.2. Metode şi resurse de constituire ale capitalurilor 67

4.3. Definirea structurii financiare. Criterii de optimizare 89

4.4. Costul capitalului 92

4.4.1. Costul capitalului propriu 92

4.4.2. Costul capitalului împrumutat 99

Scanned with OKEN Scanner

4.4.3. Costul mediu ponderat al capitalului 103
4.5. Efectul de levier financiar 107
4.6. Teorii privind optimizarea structurii financiare a întreprinderii 109
4.7. Indicatori de structură financiară a firmei 121
CAPITOLUL 5. PLASAMENTE DE CAPITAL PE TERMEN LUNG 124
5.1. Conținutul și criterii de clasificare a investițiilor 124
5.2. Elemente financiare ale investițiilor 127
5.3. Criterii de selectare a investițiilor 128
5.3.1. Criterii de selectare a investițiilor într-un mediu sigur 128
5.3.2 Criterii de selectare a investițiilor în condiții de risc 146
5.4. Elaborarea studiului de fezabilitate 149
5.5. Finanțarea investițiilor 151
5.6. Dezinvestiția 156
CAPITOLUL 6. AMORTIZAREA CAPITALULUI IMOBILIZAT ÎN ACTIVE CORPORALE ȘI NECORPORALE 158
6.1. Conceptul de active imobilizate. Uzura acestora – bază obiectivă a amortizării 158
6.2. Conținutul și rolul amortizării 161
6.3. Elementele de calcul ale amortizării 163
6.4. Sisteme și mecanisme de calcul ale amortizării 171
6.5. Finanțarea reparațiilor capitale 177
CAPITOLUL 7. PLASAMENTE DE CAPITAL PE TERMEN SCURT 179
7.1. Noțiunea de active circulante 179
7.2. Probleme generale privind dimensionarea capitalului circulant 182
7.3. Metode de dimensionare a nevoii de capital pentru grupa „valori de exploatare" 189
7.3.1. Metode analitice 190
7.3.2. Metode sintetice 205
7.4. Evaluarea nevoii de capital pentru grupa „valori realizabile" pe termen scurt 207
7.4.1. Structura grupei „valori realizabile pe termen scurt" 207
7.4.2. Creanțele întreprinderii. Factori de optimizare a creditului – clienți 208
7.4.3. Titlurile de plasament 210

Scanned with OKEN Scanner

7.5. Evaluarea nevoilor de disponibilităţi băneşti 212

CAPITOLUL 8. FINANŢAREA ACTIVELOR CIRCULANTE 213

8.1. Stabilirea nevoii de fond de rulment. Pasivele stabile 213

8.2. Fondul de rulment 216

8.3. Finanţarea exploatării cu ajutorul creditului bancar pe termen scurt 226

8.4. Indicatori ai eficienţei utilizării capitalului încorporat în active circulante 230

CAPITOLUL 9. TREZORERIA ÎNTREPRINDERII 235

9.1. Conţinutul trezoreriei întreprinderii 235

9.2. Previzionarea fluxurilor de trezorerie 237

9.2.1. Conţinutul şi structura fluxurilor de trezorerie 237

9.2.2. Întocmirea bugetului activităţii de trezorerie 244

9.2.3. Întocmirea planului zilnic de încasări şi plăţi 256

9.3. Excedentul şi deficitul de trezorerie 260

CAPITOLUL 10. REZULTATELE FINANCIARE ALE ÎNTREPRINDERII 264

10.1. Conţinutul şi structura rezultatelor financiare ale întreprinderii 264

10.2.Metode de programare a profitului 269

10.2.1. Metoda pragului de rentabilitate şi metoda rentabilităţii marginale 269

10.2.2. Metoda directă şi metoda raportării la perioada de bază 276

10.3. Determinarea profitului net şi repartizarea acestuia 279

10.4. Indicatori ai capacităţii de producere a profitului 281

10.5. Politica de dividende 283

BIBLIOGRAFIE 287

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 1. CADRUL DE MANIFESTARE A FINANȚELOR ÎNTREPRINDERII

1.1.Organizarea afacerilor în economia de piață

Afacerea este definită ca o tranzacție financiară, comercială sau industrială, în urma căreia participanții speră să obțină un câştig[1]. În economia de piață există trei forme principale de organizare a afacerilor: afacerea proprietate individuală, afacerea în parteneriat şi corporația[2].

Afacerea proprietate individuală presupune ca proprietatea să aparțină unei singure persoane. Aceasta oferă individului proprietar atât avantaje, cât şi dezavantaje. Dintre avantajele cele mai semnificative enumerăm faptul că:

- proprietatea se constituie cu uşurință şi fără mari cheltuieli datorită faptului că nu este necesară stabilirea unui statut sau a altui act juridic similar;
- nu se plătesc impozite corporaționale pe profituri, ci doar impozite pe veniturile individuale.

Dezavantajele proprietății individuale, angajată în afaceri, sunt mai numeroase şi sunt, cu deosebire, de natură financiară şi anume[3]:

- aceasta îşi constituie cu dificultate capitalurile de care are nevoie şi aceasta în primul rând datorită accesului limitat la piața financiară;
- proprietarul este unicul răspunzător pentru rambursarea datoriilor, suportând singur şi consecințele riscurilor inerente afacerii. De asemenea, toate bunurile personale pot fi urmărite de creditori, chiar dacă ele nu au fost implicate în afacere şi aceasta până la recuperarea integrală a datoriilor;
- transferul de proprietate se face cu mare greutate;
- viața afacerii este egală cu durata de viață a proprietarului.

Afacerea în parteneriat presupune asocierea a două sau a mai multor persoane, pe baza unei înțelegeri verbale sau contractuale scrise. Avantajele şi dezavantajele sunt, în mare, aceleaşi ca şi în cazul afacerii proprietate individuală.

---

1 xxx, Dicționarul explicativ al limbii române, Editura Academiei, Bucureşti, 1975, p.15

2 P. Halpern, F. Weston, E. Brigham – Finanțe manageriale, Editura Economică, Bucureşti, 1998, p.22

3 Ibidem, p.23

Scanned with OKEN Scanner

Corporaţia este o persoană juridică care poate încheia contracte şi poate avea bunuri în proprietate. Juridic, această formă de organizare a afacerii presupune o separare faţă de proprietari şi/sau managerii săi. Această separaţie conferă corporaţiei trei avantaje majore:

- are o viaţă nelimitată, acest fapt semnificând că poate continua să existe şi după ce primii proprietari nu mai sunt în viaţă;
- proprietatea poate fi divizată în părţi de capital social, situaţie care creează posibilitatea unui transfer mult mai uşor decât în celelalte două forme de organizare prezentate anterior;
- prezintă o răspundere limitată.

Înfiinţarea unei corporaţii presupune întocmirea mai multor acte juridice în care să se regăsească numeroase informaţii care să permită funcţionarea ei cu maxim de fiabilitate şi eficienţă.

Organizarea afacerilor sub forma corporaţiilor prezintă o serie de avantaje:

- răspunderea limitată reduce riscul acţionarilor, situaţie care conduce la sporirea activelor,
- posibilitatea de a atrage rapid şi în volum mare de capital, urmare a unei bune legături cu piaţa financiară, fapt care creează premise favorabile pentru sporirea valorii întreprinderii,
- corporaţia are o lichiditate mult superioară afacerilor în parteneriat, conferind acestora o mai bună bonitate pe piaţă.

În literatura şi în practica economică sunt utilizate mai multe noţiuni cu ajutorul cărora se fac referiri la participanţii la diferitele forme de organizare a afacerilor şi anume: organizaţii, agenţi economici, firme, întreprinderi, societăţi comerciale, companii, unităţi economice.

În definirea fiecărei noţiuni, autorii au în vedere elementele pe care aceştia le consideră ca fiind reprezentative pentru a exprima condiţiile manifestării participanţilor menţionaţi, în mediul afacerilor, precum: competenţele decizionale, cadrul juridic în care îşi desfăşoară activitatea, modul de organizare a activităţii, etc.

Organizaţia economică reprezintă un grup de persoane cu concepţii sau preocupări comune care are un regulament sau un statut propriu, constituit în vederea depunerii unei activităţi organizate.[1] În cercetarea economică se pot identifica, schematic, trei viziuni ale conceptului de organizaţie:

- prima, exemplificată de teoria relaţiilor de agenţie, sau de mandatare, caracterizează organizaţiile ca fiind un nod de contracte

[1] xxx, Dicţionar enciclopedic, Editura Cartier, Bucureşti, 2001, p.621

Scanned with OKEN Scanner

şi îşi propune să exploreze în profunzime mecanismele sale incitative, precum şi dificultăţile punerii lor în aplicare, atrăgând atenţia asupra constrângerii puternice care o constituie exigenţa contractelor;

- a doua, care poartă amprenta economiştilor „evoluţionişti", propune o viziune „moderată" a organizaţiilor concepute ca depozitare ale unei cunoaşteri şi ca producătoare de competenţe. În această abordare se remarcă perspectiva dinamică a cercetării şi rolul central pe care îl joacă activele umane;
- a treia abordare, cunoscută ca şi teoria costurilor de tranzacţionare este incontestabil cea care a propus caracterizarea, cea mai bine fundamentată, organizaţiilor interpretate ca „structuri de guvernare" care conduc tranzacţiile prin modalităţi diferite de cele folosite de structurile alternative reprezentate de pieţe şi de formele hibride.

Organizaţia este privită ca o structură de autoritate în interiorul firmei sau a unui organism public, proprietatea acesteia este definită în termeni relativi, iar eficacitatea este reflectată prin capacitatea ei de a reduce atât costurile de producţie, cât şi cele de tranzacţionare. În acest context se consideră, ca semnificativ pentru tratarea conceptului, studierea procesului de luare a deciziilor, ca proces intern, şi mai puţin modul în care se asigură cele mai eficiente relaţii cu piaţa, aşa cum se întâmplă atunci când se tratează, funcţionarea întreprinderii.

O teorie nouă, care după părerea unor economişti, completează conceptul de organizaţie este *teoria integrării*, conform căreia atributele tranzacţiilor (ale pieţei) sunt cele care determină, dacă o anumită structură de guvernare este sau nu potrivită pentru organizarea afacerilor. În concluzie, noţiunea de organizaţie face trimitere mai mult la o anumită structură internă, capabilă să ia decizii.

Agentul economic este definit ca persoana fizică sau grupul de persoane care pot fi considerate drept centre de decizie economică prin care hotărăşte comportamentul lor în domeniul afacerilor. Noţiunea de agent se foloseşte şi atunci când se face referire la un participant la o afacere proprietate individuală sau la una în parteneriat sau la corporaţie. Aceasta, deoarece se acceptă sub denumirea de agent şi o persoană, dar şi mai multe, iar organizarea activităţii lor se poate face cu sau fără un statut sau un act juridic similar. Aceste elemente care definesc noţiunea de agent economic sunt în concordanţă cu cerinţele celor trei forme de organizare ale afacerilor.

Scanned with OKEN Scanner

Agenţii economici au fost clasificaţi după mai multe criterii: sociologic, instituţional sau funcţional. Primele clasificări s-au făcut încă din secolul trecut când Fr. Quesnay a considerat că agenţii economici se clasifică în: fermieri (clasa productivă), artizani (clasa neproductivă) şi proprietarii funciari. D. Ricardo a vorbit, în acelaşi context, de trei grupe: muncitori, capitalişti şi proprietari funciari. K. Marx a împărţit agenţii economici în proletari şi capitalişti. J.M. Keynes a constatat că suma comportamentelor individuale ale agenţilor economici diferă de comportamentul lor global, concluzie contestată ulterior.

În practica europeană agenţii economici au fost grupaţi după funcţia economică îndeplinită. Astfel, în Franţa anilor şaptezeci, contabilitatea naţională a organizat agenţii economici în cinci mari grupe: gospodăriile, întreprinderile nefinanciare, administraţiile, instituţiile financiare şi străinătatea.[1]

Într-o ordonare a contabilităţii naţionale româneşti de manieră ce are rezonanţe europene, agenţii economici sunt clasificaţi după două criterii: funcţional şi instituţional. Cerinţa instituţională are în vedere acele unităţi care se bucură de autonomie de decizie în exercitarea funcţiei lor principale. Agenţii economici care îndeplinesc această cerinţă sunt mai departe grupaţi în sectoare instituţionale. Un sector este un ansamblu de unităţi prezentând un comportament economic analog (identificat prin funcţia lor principală şi prin natura şi originea principalelor lor resurse). Cele cinci sectoare sunt:

- *societăţile nefinanciare* care sunt împărţite în patru subsectoare, în funcţie de acţionarul majoritar, respectiv: societăţi publice, societăţi private cu capital în principal naţional, societăţi private cu capital european şi societăţi private cu capital provenind din restul lumii li cuprind unităţile care au ca funcţie principală producerea de bunuri şi servicii comercial nefinanciare, iar resursele lor băneşti sunt procurate în cea mai mare proporţie în urma valorificării produselor proprii,
- *instituţiile financiare*, sector care include şi societăţile de asigurări, cuprinde unităţile care au drept funcţie principală producerea de servicii comerciale financiare care vizează, în principal, valorificarea disponibilităţilor băneşti în condiţii de risc,
- *administraţiile publice* centrale, locale şi de asigurări sociale se referă la unităţile care oferă servicii necomerciale destinate întregii populaţii, iar ca o caracteristică a acestui sector, resursele necesare

[1] CENECO – Dixeco de l'economie, Dunod, Paris, 1980, p.2

Scanned with OKEN Scanner

funcționării lui sunt obținute exclusiv numai din alocații bugetare obligatorii,

- *instituțiile fără scop lucrativ* sunt reprezentate de unitățile care oferă servicii destinate, în esență, gospodăriilor și care sunt oferite fie gratuit, fie la prețuri modice,
- *gospodăriile*, care reunesc unitățile a căror funcție principală este de a consuma. Acestea sunt cunoscute și prin cele două componente, respectiv gospodăriile colective și gospodăriile individuale.

În concluzie, noțiunea de agent economic are cea mai mare sferă de cuprindere, semnificând atât persoana fizică, cât și grupul de persoane fizice sau juridice care exercită o activitate economică. Această definiție permite utilizarea noțiunii de agent economic atunci când se fac referiri la participanții prezenți în toate cele trei forme de organizare ale afacerilor.

Un alt termen prezent pentru a defini participanții în cele trei forme de organizare ale afacerilor este cel de *societate comercială*. Conținutul noțional al societății comerciale face ca aceasta să se confunde cu trăsăturile unei singure forme de organizare a afacerilor și anume corporația. Societatea comercială este definită ca persoana juridică creată în baza unui contract prin care două sau mai multe persoane fizice sau juridice se asociază pentru ca, prin aporturile individuale aduse și prin săvârșirea de acte sau fapte de comerț, să obțină un profit pe care să-l împartă între ele.

În practică funcționează trei tipuri de societăți comerciale:

- *de persoane,*
- *de capitaluri,*
- *cu răspundere limitată.*

Societățile comerciale de persoane au drept caracteristic faptul că aportul participanților nu este liber transferabil. În cadrul societăților comerciale de persoane se includ societățile comerciale în nume colectiv și cele în comandită simplă. Enumerăm câteva din elementele care le diferențiază:

- societatea comercială în nume colectiv este de inspirație familială și este constituită din cel puțin doi participanți – asociați care angajează în afaceri întregul lor patrimoniu și se fac responsabili cu toate bunurile lor. Asociații au calitatea de comercianți și sunt declarați faliți odată cu societatea respectivă,
- societatea comercială în comandită simplă se compune din cel puțin doi participanți. Unul, denumit comanditar, este deținător de capital, pe care-l pune la dispoziția celuilalt, numit comanditat (care este întreprinzătorul), contra unei părți din profit, fără ca el să își asume

Scanned with OKEN Scanner

vreo obligaţie comercială şi obligaţii băneşti mai mari decât aportul de capital. Comanditatul este asociat în nume colectiv şi răspunde pentru angajamentele societăţii cu întregul patrimoniu.

Societatea comercială de capitaluri se caracterizează printr-o mare mobilitate a capitalurilor. Participanţii-acţionari îşi evidenţiază aporturile cu ajutorul acţiunilor care pot uşor a fi schimbate pe piaţa financiară pe bani. Din această grupă de societăţi comerciale fac parte: cele anonime, pentru plasament de capital, de investiţii, etc.

Societatea comercială cu răspundere limitată are un caracter complex, luând din trăsăturile primelor două tipuri, elementele privind răspunderea, pe de o parte şi circulaţia capitalului, pe de altă parte. Astfel, într-o societate cu răspundere limitată, răspunderea este până la nivelul aportului fiecărui asociat, iar acesta nu poate ceda sau transfera în mod liber părţile sociale, decât pe baza unui acord al celorlalţi asociaţi.

În lumea afacerilor tipurile de societăţi prezentate, sunt în ponderi diferite, de la ţară la ţară sau de la etapă la etapă de evoluţie economică. Spre exemplu, societăţile comerciale în comandită sunt, de mai mult timp, în declin în ţările dezvoltate, în schimb acestea se găsesc în expansiune în ţările aflate în tranziţia către economia de piaţă.

Remarcăm totuşi, că societăţile comerciale de capitaluri sunt forme de organizare a afacerilor reprezentative pentru economia de piaţă.

Un alt termen des utilizat în definirea participanţilor la organizarea afacerilor este cel de *firmă*. Termenul de firmă provine din limba engleză unde are înţeles de societate comercială, întreprindere sau orice fel de unitate economică organizată prin asociere. În limbajul curent, termenul este larg folosit cu înţeles de societate comercială, întreprindere, de regulă privată. Acest înţeles este contrar prevederilor legale imperative potrivit cărora firma este „numele sau după caz denumirea sub care un comerciant îşi exercită comerţul şi sub care semnează”[1].

În practica afacerilor este folosită şi noţiunea de *companie*. Aceasta este considerată de unii autori ca substituibilă cu cele de firmă, de întreprindere sau de societate comercială.[2] În alte lucrări termenul de companie este utilizată pentru a exprima o stare de monopol într-o anumită ramură.[3]

---

[1] C. Forescu, P. Mâlcomete, N. Pop, Dicţionar explicativ, Editura Economică, Bucureşti, 2003, p.259

[2] M. Băcescu – Compediu de macroeconomie, Editura Economică, Bucureşti, 1997, p.77; xxx – Dicţionar enciclopedic, Editura Cartier, Bucureşti, 2001, p.194; xxx – Dicţionar de economie, Ediţia a II-a, Editura Economică, Bucureşti, 2001, p.1606

[3] C. Niţă, M. Popescu – Dicţionar de marketing şi de afaceri, Editura Economică, Bucureşti, 1999, p.651

Scanned with OKEN Scanner

Termenul de *întreprindere*, care face obiect de cercetare al prezentului curs, este foarte complex şi expresiv pentru domeniul afacerilor. Întreprinderea este o unitate economică producătoare care se caracterizează printr-un gen specific de activitate, printr-o funcţionalitate şi organizare tehnologică, prin capacitatea de a produce anumite bunuri, de a se conduce şi gestiona raţional, precum şi prin autonomia sa financiară. În jurul acestei unităţi polarizează subunităţile şi marile unităţi, motiv pentru care ea este considerată o unitate de bază.

Marea diversitate a întreprinderilor contemporane este rezultatul unei duble evoluţii, ambele reflectând progresul tehnic:

- pe de o parte, multiplicarea bunurilor oferite consumatorilor, iar
- pe de altă parte, transformările în maniera de a produce.

În acest context, producţia de masă a bulversat structurile economice şi juridice ale producţiei. Pentru a evita o parte a restricţiilor impuse de piaţă şi din afara pieţei, întreprinderile caută să devină mai puternice, să-şi adapteze activitatea la schimbările ce survin în tehnică şi în tehnologie, în economie şi în legislaţie.

Întreprinderile se prezintă într-o mare varietate de forme, astfel având în vedere criterii economice şi juridice tipologia lor se prezintă în modul următor:

- întreprinderi – persoane fizice (individuale – ferme private de familie),
- întreprinderi – asociere (corporative),
- întreprinderi – societăţi comerciale (juridice),
- întreprinderi – regii autonome.

Dacă avem în vedere o noţiune discutată deja, atunci întreprinderea poate fi considerat ca un caz suplimentar de organizaţie şi anume este o organizaţie economică, deoarece:

- este un ansamblu delimitat de persoane (proprietari, salariaţi, colaboratori),
- are un rol, scopuri şi obiective definite, legale şi utile,
- fiecare persoană are un rol delimitat pentru atingerea obiectivelor întreprinderii,
- este structurată corespunzător pentru realizarea obiectivelor (secţii, ateliere, etc.),
- între membrii organizaţiei ca şi între grupurile structurale se stabilesc relaţii multiple,
- interacţionează cu mediul şi îl influenţează.

Scanned with OKEN Scanner

Întreprinderea se deosebeşte de alte organizaţii prin rolul său economic (vânzarea pe piaţă a produselor sau serviciilor, obţinerea de profit), precum şi prin gradul de formalizare a activităţii sale.

Întreprinderea este un agent economic a cărui funcţie principală este aceea de a pune la dispoziţia utilizatorilor potenţiali, bunuri sau servicii comercializabile. Ea mai poate fi definită şi ca unitatea economică care dispune de personalitate juridică şi desfăşoară un anumit tip de activitate. Întreprinderea se caracterizează printr-o organizare tehnologică specifică, prin capacitatea ei de a produce anumite bunuri şi servicii, prin gestiunea şi conducerea unică, precum şi prin unitatea sa financiară. Având în vedere şi termenii trataţi anterior putem afirma că întreprinderea este cea mai mică unitate legal constituită care dispune de autonomie decizională (posedă personalitate juridică, ţine contabilitate proprie şi întocmeşte bilanţ contabil pe care îl dispune la organele financiare) şi este organizată să desfăşoare în unul sau mai multe locuri, una sau mai multe activităţi pentru producerea de bunuri şi/sau servicii.

În cursul „Finanţele întreprinderii" vom folosi termenul de întreprindere cu înţelesul prezentat mai sus, însă vom utiliza cu înţeles similar şi termeni de firmă, societate, referindu-ne cu precădere la întreprinderea proprietate privată.

Aplicaţie

Să se stabilească suma care urmează a fi achitată de trei asociaţi la o afacere în parteneriat, ştiind că fiecare a investit câte 1.000 RON într-o afacere care ulterior a falimentat şi în urma căreia au rămas datorii de 21.000 RON.

Rezolvare

Într-o afacere în parteneriat, proprietarii au răspundere nelimitată pentru rambursarea datoriilor generate de aceasta. Datoriile pot fi plătite de cei trei asociaţi în proporţii egale cu sumele investite de ei în afacerea respectivă (adică 30%), până la achitarea integrală a sumei de 21.000 RON, deci câte 7.000 RON fiecare. Dacă doi din cei trei asociaţi sunt insolvabili, atunci al treilea va suporta integral datoria de 21.000 RON.

Dacă afacerea era organizată sub forma corporaţiei, atunci pierderea suferită de cei trei acţionari din exemplu ar fi fost de 1.000 RON, atât cât reprezintă sumele investite în acţiuni. Acest fapt se produce datorită răspunderii limitate care funcţionează în cadrul corporaţiei.

Scanned with OKEN Scanner

1.2. Mediul întreprinderii. Mutații în conținutul acestuia în contemporaneitate

În economia de piață, libera intițiativă se manifestă plenar deoarece toate activitățile sunt supuse descentralizării sub aspectul conducerii lor; rolul de agent economic este atribuit tuturor întreprinderilor indiferent de mărimea şi forma de proprietate pe care se bazează, chiar şi statul se manifestă ca agent economic ce intervine în reglarea activităților economice, prin pârghii economico-financiare.

Activitatea unei întreprinderi nu poate fi concepută în afara mediului în care ea funcționează şi evoluează, din acest mediu aceasta îşi procură mijloacele de care are nevoie, îşi valorifică produsele sau serviciile, efectuează încasări şi plăți, etc.

Mediul poate fi definit ca un ansamblu corelat de factori naturali, economici, financiari, tehnici, demografici, sociali şi politici, în contextul cărora acționează o firmă.

După conținutul factorilor şi după modul cum aceştia influențează activitatea firmei, mediul este format din patru componente inderdependente: industrial-comercială, socială, statală şi financiară.

Componenta industrial-comercială se referă la raporturile care se crează între firmă si diferiți parteneri în procesul de constituire a factorilor materiali de producție şi de valorificare a bunurilor şi/sau serviciilor rezultate din procesul de exploatare.

Componenta socială priveşte relațiile cu sindicatele cu deosebire pe linia angajării, utilizării şi remunerării forței de muncă.

Componenta statală vizează dimensiunea şi structura obligațiilor întreprinderii către bugetul public precum şi eventulele raporturi create prin folosirea finanțării bugetare, prin acordarea de subvenții, de diverse facilități fiscale, sau pe linia elaborării în comun şi apoi a înfăptuirii strategiilor şi a programelor de dezvoltare economică.

Cea mai complexă componentă a mediului întrerinderii este cea financiară. Aceasta priveşte relațiile firmei cu piața financiară în contextul înfăptuirii proceselor de constituire şi de utilizare a capitalurilor întreprinderii.

Mediul întreprinderii a cunoscut numeroase mutații în conținutul său, modificând astfel condițiile în care îşi desfăşoară activitatea întreprinderile. În consecință, acestea trebuie să îşi adapteze comportamentul (cu deosebire cel

Scanned with OKEN Scanner

financiar) la aceste mutaţii, astfel încât rezultatele pe care le vor obţine să fie cele mai favorabile.

În perioada contemporană, trei mutaţii majore caracterizează schimbarea mediului în care funcţionează întreprinderile:

- mondializarea pieţelor financiare;
- multiplicarea riscurilor;
- intensificarea concurenţei.

• *Mondializarea pieţelor financiare*a a început, ca proces, în anii optzeci şi s-a dezvoltat apoi pe fondul deficitelor bugetare şi comerciale ale SUA, la care se pot adăuga şi alte fenomene precum: politica monetară restrictivă promovată de autorităţile americane şi extrem de scăzuta rată de economisire a populaţiei acestei ţări.

Evenimentele care au pregătit această mutaţie pot fi observate în starea mediului din anii anteriori deceniului opt. Politicile monetare antiinflaţioniste promovate de puterile publice au impus sporirea nivelului real al dobânzilor pozitive, care în gestiunea întreprinderii, a însemnat o sarcină suplimentară materializată sub forma cheltuielilor financiare mai mari. Nivelul ridicat al dobânzilor a incitat întreprinderile să-şi restructureze datoriile. Firmele rentabile au repartizat o parte mai mare din profituri pentru sporirea capitalurilor proprii, majorând astfel ponderea lor în totalul capitalurilor folosite. În acest fel, modul de finantare a economiilor occidentale cunoaşte o schimbare profundă şi anume, sporeşte rolul autofinanţării. Astfel, dintr-un sistem de economie bazat pe îndatorare, sau pe finanţare administrată se evoluează către o economie de piaţă financiară [1]. Dezvoltarea pietelor financiare principale face posibilă emisiunea de acţiuni care, în cazul societăţilor pe acţiuni, asigură, alături de profit, resursele proprii folosite pentru constituirea capitalurilor lor. Pieţele secundare sporesc la rândul lor, mobilitatea procesului de constituire a capitalurilor întreprinderii.

Mondializarea pieţelor a debutat cu o liberalizare a capitalurilor urmând ca pe toate pieţele să se aplice aceleaşi reguli privind circulaţia capitalurilor. Într-un cuvânt „decompartimentarea" pieţelor financiare a fost însoţită de progresele informaticii, care au permis analiştilor financiari să facă comparaţii permanente ale randamentelor diferitelor plasamente de pe pieţele de capital. În acest fel, capitalurile pot fi plasate acolo unde investiţiile oferă cele mai ridicate randamente.

În contextul mondializării pieţelor financiare, puterile publice s-au angajat să realizeze reforme vizând, în mod deosebit, favorizarea creşterii şi

[1] Bucătaru Dumitru – Capitalurile firmei, Editura Sedcom Libris, Iaşi, 1999, p.35

Scanned with OKEN Scanner

mobilității capitalurilor pe o piață unificată şi organizată, stimulând astfel o concurență între intermediarii financiari susceptibili să antreneze o scădere a costului de intermediere. Aceste fapte sunt de natură să facă atractive, din nou, capitalurile împrumutate.

• *Multiplicarea riscurilor* se manifestă, în principal, pe trei nivele fiecare semnificând apariția şi/sau dezvoltarea, cu precădere a trei mari riscuri:

- riscul de schimb;
- riscul de dobândă şi
- riscul de credit.

Manifestarea *riscului de schimb,* a fost semnalată la începutul anilor şaptezeci, odată cu introducerea, în Sistemul Monetar Internațional, a regimului cursurilor flotante. Acest risc s-a intensificat concomitent cu dezvoltarea schimburilor internaționale şi cu liberalizarea piețelor financiare. Odată cu introducerea monedei unice, riscul de schimb a dispărut doar în relațiile, exprimate în euro, între statele membre ale Uniunii Europene. Riscul de schimb se manifestă la întreprinderile care a creanțe exprimate într-o monedă care, la scadență, înregistrează o depreciere față de o altă monedă, în care urmează să se convertească.

Scăderea rezervelor în devize la băncile centrale, concomitent cu sporirea valorii schimburilor internaționale, dar şi creşterea ratei dobânzii, reprezintă câteva cauze care îngreunează procesul de previzionare a cursurilor de schimb şi de atenuare a consecințelor acestui risc.

Riscul de dobândă vizează consecințele negative, pentru întreprindere, ale folosirii de către instituțiile financiare a principalului instrument al politicii monetare, respectiva rata dobânzii. Între riscul de schimb şi riscul de dobândă există o strânsă legătură, în sensul că atunci când se crează o diferență între ratele dobânzii, în cazul a două monede, se produce un flux de capital către moneda mai bine remunerată, modificând în acest fel, raportul de schimb dintre respectivele monede.

Riscul de dobândă se întâlneşte la întreprinderile care contractează un împrumut şi dispun cu această ocazie de posibilitatea să opteze pentru una din cele două variante de stabilire a dobânzii: fixă sau variabilă.

În literatura de specialitate acest risc este tratat ca o stare de volatilitate a dobânzii. Volatilitatea dobânzii sau riscul de dobândă este explicat prin următoarele situații:

- o întreprindere se îndatorează şi optează pentru o rată fixă a dobânzii, caz în care cunoaşte costul capitalului împrumutat pe întreaga durată a

Scanned with OKEN Scanner

împrumutului, însă este împiedicată să profite de o eventuală scădere a dobânzii;

- împrumutul este contractat cu o rată variabilă în speranța scăderii costului împrumutului, riscând totuşi să se întâlnească cu o situație nedorită şi anume, cea de creştere a ratei dobânzii. Considerăm că evoluția către o piață monetară unificată este însoțită de o scădere a ratei dobânzii, fapt demonstrat de datele statistice din ultimii ani.

Riscul de credit, numit de către unii economişti şi *riscul de client* exprimă temerea că o creanță nu va putea fi recuperată. Pentru întreprinderi, acest risc apare în condițiile în care nivelele ridicate ale dobânzilor practicate de bănci, încă din anii optzeci, au obligat firmele să apeleze la împrumuturi între întreprinderi. Falimentele, lipsa lichidităților sau a solvabilității firmelor debitoare au fost şi continuă să fie cauzele manifestării riscului de credit. Menționăm că din anii optzeci, frecvența manifestată de acest risc crescut constant până în anul 1993, după care s-a înregistrat o evoluție descendentă.

- *Intensificarea concurentei* se produce pe fondul internaționalizării pieţelor, combinat cu relativa saturare a lor. Succesul întreprinderii în această competiție este asigurat în mare măsură funcție de cum aceasta reuşeşte să asigure: mai buna mobilizare a resurselor umane; apariția de noi produse care să mențină interesul clienților pentru firmă; o legătură strânsă între calitatea proceselor din întreprindere şi cele mai noi evoluții tehnologice din domeniu.

În lupta de concurență se amplifică rolul finanțelor întreprinderii şi în acest sens, sunt remarcate modificări în comportamentul acestora, respectiv:

- folosirea modalităților de plată şi de finanțare a clienților, ca instrumente de creare a celor mai atractive condiții pentru parteneri;
- dezvoltarea ingineriei financiare în contextul sporirii rolului operațiunilor de creştere externă;
- internaționalizarea activității întreprinderii, care se fundamentează atât din punct de vedere financiar, cât şi juridic, atunci când se apreciază oportunitatea extinderii pe pieţele externe;
- apariția şi utilizarea de instrumente noi pentru fundamentarea şi urmărirea realizării deciziilor financiare ale întreprinderii.

Mutațiile produse în mediul în care evoluează întreprinderile româneşti în perioada contemporană le obligă la schimbarea comportamentului lor în sensul adaptării lui, la noile condiți în care evoluiază. Aceste mutații aduc cu sine atât oportunități, cât şi elemente de risc, dacă avem în vedere perioadele precedente.

Relațiile financiare sunt cele mai afectate de aceste mutații, trebuind să dovedească, în consecință, o capacitate de adaptare foarte mare astfel încât

Scanned with OKEN Scanner

rezultatele întreprinderilor să fie maxime.

1.3. Conținutul și funcțiile finanțelor întreprinderii. Adaptarea finanțelor la modificările mediului

Întreprinderea este considerată ca fiind celula de bază a economiei naționale. Ea este rezultatul combinării unor factori de producție, materiali și umani, având drept scop crearea de bunuri și servicii destinate vânzării.

Pentru a se constitui și pentru a funcționa, întreprinderile trebuie să dispună de capitaluri, care se formează în urma unui amplu proces de fluxuri băneşti interne și externe. O parte a acestor fluxuri exprimă relații legate de constituirea, dezvoltarea sau reducerea capitalului, de repartizare și de utilizare a rezultatelor exploatării cu deosebire a profitului întreprinderii. Aceste fluxuri reprezintă relații economice, în formă bănească de repartizare și/sau de utilizare a fondurilor corespunzătoare activității firmelor și poartă numele de finanțele întreprinderii.

Din conținutul finanțelor întreprinderii se desprind și funcțiile acestora, respectiv funcția de *repartizare* și funcția de *control*.

Functia de repartiție exprimă acele relații, prin care se formează fondurile specifice întreprinderii și participarea acesteia la constituirea fondurilor comunității locale sau naționale, în funcție de subordonare, importantă și regulile financiare, instituite de autoritatea financiară. Această funcție asigură autofinanțarea și constituirea fondurilor de stimulare, cu caracter social-cultural precum participarea pe piața financiară primară și secundară. Amplitudinea funcției de repartiție depinde de situația întreprinderii, starea generală, de obiectivele firmei, de gestiunea financiară și de managementul acesteia, dar și de condițiile pieței și atitudinea puterii publice.

Functia de control asigură protejarea integrității patrimoniului întreprinderii, urmărind folosirea pe destinații a resurselor sale precum și realizarea la nivelul programat a indicatorilor de performanță. Importanța controlului rezidă din caracterul său preventiv și corectiv. Concluziile controlului financiar sunt utilizate în procesul decizional al întreprinderii. Funcția de control se realizează de persoane sau de organe specializate și autorizate în acest scop.

Finanțele întreprinderilor reprezintă componenta esențială a sistemului financiar, deoarece prin intermediul lor se formează cea mai mare parte a

Scanned with OKEN Scanner

fondurilor băneşti din economie. O componentă aparte a finanţelor întreprinderii o reprezintă finanţele întreprinderilor private numite şi finanţe corporative.

Finanţele întreprinderii au un caracter obiectiv deoarece geneza lor, precum şi funcţionarea şi în zilele noastre, se datorează menţinerii în continuare, a cauzelor ce au determinat apariţia lor şi anume: existenţa statului, a producţiei de mărfuri şi a relaţiilor marfă-bani.

După cum am menţionat, finanţele se compun din finanţe publice şi finanţe private. Finanţele publice privesc funcţionarea statului şi a instituţiilor sale în timp ce finanţele private sunt legate de existenţa şi funcţionarea întreprinderilor, a băncilor, a societăţilor de asigurări private, cu privire la constituirea resurselor, efectuarea cheltuielilor, recuperarea creanţelor, obţinerea rezultatelor financiare şi repartizarea lor.

Manifestarea finanţelor întreprinderii presupune folosirea unor metode, instrumente şi operaţiuni specifice, adecvate mediului care activează firmele, fapt ce le conferă un caracter subiectiv.

Adaptarea permanentă a finanţelor întreprinderilor la modificările mediului reprezintă condiţia fundamentală a realizării în cele mai bune condiţii a rolului acestora. Mutaţiile intervenite în ultima perioadă în conţinutul mediului, au adus cu sine schimbări în modul de manifestare a finanţelor întreprinderii. Fenomenele care caracterizează adaptarea finanţelor întreprinderii la mutaţiile produse în mediu contemporan pot fi sintetizate în două grupe:

a) modernizarea pieţelor şi a instituţiilor ce acţionează pe acestea are drept consecinţă ameliorarea condiţiilor de finanţare directă şi o mai mare flexibiltate a gestiunii riscurilor de schimb şi de dobândă. Modernizarea pieţelor înseamnă inovaţii în materie de produse şi de instrumente financiare. Astfel, are loc o titrizare a plasamentelor financiare, modificându-se conţinutul intermedierii bancare. Titrizarea determină un acces mai uşor, pentru întreprinderi, pe piaţa financiară, iar diversitatea mare a surselor de constituire a capitalurilor permite o comparare mai facilă a costului acestora cu rentabilitatea estimată. Băncile nu acordă doar credite întreprinderilor, ci le asigură vânzarea de acţiuni şi obligaţiuni lărgindu-se, în acest fel, sfera de cuprindere a „furnizorilor" de resurse financiare. Tilurile negociabile de pe piaţă înregistrează un puternic progres în plasarea şi finanţarea externă a

Scanned with OKEN Scanner

întreprinderilor. Partea finanţărilor prin titrizare, în totalul finanţărilor externe ale întreprinderilor, evoluează de la 36% în 1979 la 46% în 1988[1].

Inovaţia financiară modifică şi gestiunea riscurilor. Punerea în aplicare a instrumentelor financiare de garanţie, ferme sau opţionale, negociate pe pieţele organizate sau operaţiunile de swap, dă posibilitatea întrepinderilor şi băncilor de a-şi asigura o protecţie mai eficace faţă de riscuri, precum şi o gestiune mai flexibilă a activelor şi pasivelor financiare.

Comparativ cu tehnicile tradiţionale ale gestiunii financiare a întreprinderii, noile instrumente financiare sunt bazate pe o disociere între finanţare sau plasament şi riscul de dobândă sau riscul de schimb. Aceasta permite o ajustare permanentă a activelor şi pasivelor financiare la condiţiile pieţei. O finanţare sau un plasament nu mai este produs financiar definitiv, el devine la fel ca produsele industriale: se transformă şi se vinde după oportunităţile pietei şi nu în funcţie de nevoi. Prin supleţea lor, în utilizare, aceste instrumente permit, astfel, să se majoreze rentabilitatea iniţială a operaţiunilor financiare. Noile instrumente, la fel ca şi mutaţiile produse în cadrul pieţelor financiare, au dat funcţiei financiare posibilitatea de urmărire a obiectivelor financiare prin raportarea lor la strategia industrială. Transformate în centre de profit, activităţile financiare pot contribui la rentabilitatea globală a întreprinderii. O utilizare a noilor instrumente financiare cu obiective speculative sau arbitrare este însoţită de risc. Riscurile sunt legate de fiecare dată de evoluţia pieţelor, de stăpânirea şi controlul intern al operaţiunilor;

b) reânoirea metodelor şi instrumentelor de înfăptuire a finanţelor întreprinderii. În cadrul schimbărilor care reflectă adaptarea finanţelor la mutaţiile mediului, se înscriu noile metode folosite de analiza financiară, cu deosebire în aprecierea riscurilor. În acest sens, sunt folosite diverse metode pentru aprecierea riscurilor, cu care sunt confruntate întreprinderile, cunoscute în literatura de specialitate sub denumirea de: metoda scor z; abordarea echilibrului în termeni de fluxuri financiare, sistemul expert Géode, etc.

În acelaşi context, în procesul de constituire a capitalurilor sale, întreprinderile apelează la noi instrumente precum contractele de opţiuni şi contractele S.W.A.P. Ca răspuns la cererea de sporire a flexibiltăţii, băncile pun la punct pentru întreprinderile mari şi mijlocii, formele de finanţare precum M.O.F. (Multi Option Facility) care permite să se disocieze durata de angajare a împrumutului de durata de utilizare a acestuia, de către

---

[1] Fried M. – L'emergence d'une nouvelle intermediation financière, Buletin trimestrial de Credit national nr.62/1988, p.32

Scanned with OKEN Scanner

întreprindere, pe care îl adaptează la evoluţia nevoilor lor. Pentru întreprinderile mici şi mijlocii sunt dezvoltate formule de credit global de exploatare sau de investiţii, prezentând avantajele de suplețe ale metodei M.O.F. Pentru aceste întreprinderi, intermedierea bancară se orientează către o inginerie financiară, permiţând acestora, în condiţiile în care au acces la piaţa financiară, o mai mare flexibilitate şi optimizare a gestiunii riscurilor, grație unei redimensionări a produselor lor financiare.

Într-un context economic transformat de tehnologiile de informare şi de comunicare, inteligenţa ocupă un loc deosebit în organizarea proceselor de producţie ale întreprinderii. În acest cadru, procesele de utilizare a capitalurilor întreprinderilor au suferit modificări esenţiale, Astfel, este necesar să se sublinieze importanţa resurselor consacrate acoperirii cheltuielilor imateriale, semnificativă fiind în acest sens, evoluţia cheltuielilor de concepţie, sau în general, a cheltuielilor indirecte în totalul cheltuielilor de producţie. Diverse evaluări ale investiţiilor imateriale sau intelectuale indică faptul că ele sporesc mai repede decât investiţiile fizice[1].

Proporţia acestor investiţii în totalul investiţiilor a evoluat de la 21% în 1974 la 40% în 1988, urmând să depăşească 50% la sfârşitul secolului[2].

Multiplicarea operaţiunilor de creştere externă, trebuie să conducă la adaptarea indicatorilor de analiză financiară. Aceasta deoarece creşterea externă este riscantă: rezultatele pozitive apar după o fază de vulnerabilitate în cursul căreia întreprinderile trebuie să-şi integreze noile achiziţii. Elaborarea unor indicatori meniţi a aprecia, în dinamica, pe perioade medii, performanţele şi vulnerabilitatea întreprinderii, sunt necesităţi care privesc constituirea unui cadru teoretic, adecvat, de reflectare a activităţii financiare a acesteia[3].

Numeroasele mutaţii care au loc în mediul întreprinderilor impun imperativ, adaptarea rapidă a activităţii financiare a acestora ca o condiţie "sine qua non" a menţinerii şi apoi a dezvoltării lor durabile.

---

[1] Caspar P., Afriat C. – L'investissement intellectual. Essai sur l'economie de l'immatériel, Economica-CPE, Paris, 1988, p.17

[2] Kaplan M. – Évolution de la nature de l'investissement, Crédit National, mai 1988, p.25

[3] Bucătaru Dumitru – Capitalurile firmei, Sedcom Libris, Iaşi, 1993, p.41

Scanned with OKEN Scanner

1.4. Funcția financiară a întreprinderii

Legătura întreprinderii cu mediul său, îndeosebi cu piața capitalurilor este asigurată de funcția financiară. *Funcția financiară este reprezentată de totalitatea raporturilor ce privesc constituirea și utilizarea capitalurilor întreprinderii.* Ea este expresia numeroaselor relații și fluxuri ce există între firmă și piața financiară. Prin intermediul acestei funcții se asigură susținerea structurii organizatorice se armonizează toate activitățile desfășurate pentru înfăptuirea obiectivelor întreprinderii. Funcția financiară presupune informarea corectă și sistematică privind potențialul de producție și desfacere al firmei și a modului de gestionare a resurselor. Ea asigură: funcționarea în condiții de eficiență, controlul intrărilor și ieșirilor de mijloace bănești și materiale, și reglarea activității în ansamblu a întreprinderii. În lucrările de specialitate se subliniază faptul că funcția financiară are un rol operațional, unul funcțional și altul politic.[1]

Manifestarea rolului operațional are drept consecință luarea unor decizii de constituire a capitalurilor, apoi de utilizare a lor, fapt ce presupune: negocierea creditelor bancare și obținerea împrumuturilor, vânzarea de acțiuni, încasarea clienților și plata furnizorilor, etc.

Rolul funcțional semnifică tratarea și difuzarea informațiilor necesare gestiunii întreprinderii și acordarea de asistență de specialitate celorlalte funcții ale acesteia.

Rolul politic se referă la faptul că activitățile financiare ale întreprinderii trebuiesc desfășurate avându-se în vedere constrângerile externe (sociale, economice și politice) care se exercită asupra firmei și care influențează evoluția în viitor a ei.

Activitățile care privesc înfăptuirea funcției financiare pot fi grupate în două categorii:

- activități ce afectează în mod direct capitalul: emiterea de acțiuni și obligațiuni, vânzarea și încasarea contravalorii lor, contractarea și rambursarea creditelor etc.;
- activități cu efecte indirecte asupra capitalului: asigurarea evidenței contabile, realizarea de lucrări de analiză și control.

---

[1] Bistriceanu Gh.ș.a. - Finanțele agenților economici, Editura Didactică și Pedagogică R.A., București, 1995, p.91; I.Neagoe - Finanțele întreprinderii, Editura Ankarom, Iași, 1997, p.48

Scanned with OKEN Scanner

În vederea desfăşurării în bune condiţii a activităţii financiare trebuiesc respectate o serie de principii. Astfel, lucrările sau activităţile asemănătoare sunt reunite în acelaşi compartiment. În conformitate cu acest principiu, de exemplu activităţile cu efecte directe asupra capitalului sunt reunite în compartimentul de trezorerie, în timp ce cele de urmărire a modului de constituire şi de utilizare a capitalului precum şi de analiză sunt realizate în cadrul compartimentului de control financiar intern. Un alt principiu constă în separarea lucrărilor de previziune de cele de execuţie. Realizarea acestui principiu are un impact deosebit asupra apărării patrimoniului întreprinderii, ceea ce impune o anumită diviziune a muncii. Astfel conturile trebuie verificate şi confirmate de alte persoane decât cele care gestionează depozitele bancare şi efectuează plăţi, salariile să fie plătite de către persoane care nu au legătură cu întocmirea statelor de plată, evidenţa stocurilor să fie întocmită de persoane complet diferite de cele care întocmesc facturile sau avizele de expediţie sau recepţionează produsele. Între activităţile financiare mai reprezentative la nivelul firmelor, menţionăm:

- elaborarea şi executarea bugetului întreprinderii şi a altor documente de planificare financiară,
- asigurarea de resurse financiare necesare ciclurilor de exploatare şi de investiţii şi selectarea lor în funcţie de costuri,
- optimizarea stocurilor, luarea măsurilor pentru realizarea lichidităţii, solvabilităţii, a rentabilităţii scontate şi evitarea riscurilor,
- efectuarea de analize şi acţiuni de control financiar, etc.

Între funcţia financiară şi celelalte funcţii ale întreprinderii (de producţie, de comercializare, de personal) există corelări, iar toate au legături cu mediul înconjurător prin fluxuri reale şi băneşti. În acest sens, sectorul de producţie achiziţionează de la furnizori materii prime, materiale etc., pe care le transformă în produse finite. Factorii de producţie menţionaţi se achiziţionează cu ajutorul mijloacelor băneşti alocate de sectorul financiar. Sectorul de comercializare primeşte de la sectorul de producţie produse finite pe care le pregăteşte pentru vânzare, cu ajutorul unor mijloace băneşti puse la dispoziţie tot de sectorul financiar. După vânzarea mărfurilor, sectorul comercial asigură sectorului financiar reconstituirea resurselor băneşti consumate. Deci, sectorul financiar alimentează cu mijloace băneşti celelalte sectoare şi îşi formează resursele din vânzarea produselor şi/sau serviciilor către parteneri, sau de pe piaţa financiară. În acest context, putem afirma că funcţia financiară reprezintă factorul indispensabil al activităţilor industriale şi comerciale, fiind centrul lor vital, iar orice perturbare a acesteia pune în pericol întreprinderea în ansamblul

Scanned with OKEN Scanner

ei, influenţând şi mediul în care funcţionează. De aici rezultă necesitatea optimizării modului de înfăptuire a funcţiei financiare a întreprinderii.

Mult timp, funcţia financiară a avut ca sarcină de bază ţinerea evidenţei cu scopul de a asigura "cea mai bună reglementare posibilă a plăţii datoriilor contractate şi născute din activitatea de producţie".[1]

Conţinutul funcţiei financiare este mai mult sau mai puţin dezvoltat, consecinţă a parametrilor ce reflectă relaţiile dintre întreprindere şi mediu. Astfel, mărimea întreprinderii, modul de conducere (centralizat sau descentralizat) precum şi ramura în care aceasta activează sunt trei factori care dau dimensiune funcţiei financiare prin amploarea activităţilor ce privesc planificarea strategică, controlul gestiunii, finanţarea şi gestiunea trezoreriei.[2]

Evoluţia întreprinderii de la unitatea de producţie cu un acţionar la întreprinderea mare cu acţionari numeroşi, care foloseşte munca unor categorii sociale diverse, transformă funcţia financiară dintr-o simplă tehnică derivată din contabilitate, într-o ramură a ştiinţei economice care studiază ansamblul relaţiilor economice băneşti create în procesele de constituire şi de utilizare ale capitalurilor firmei.[3]

Funcţia financiară a întreprinderii a evoluat în ultimul deceniu datorită dezvoltării pieţei financiare şi mondializării producţiei. Piaţa financiară se structurează pe o piaţă interbancară rezervată băncilor prin care se acoperă nevoile de lichidităţi ale acestora, o piaţă a capitalurilor pe care se negociază titlurile de valoare prin care se formează cea mai mare parte a capitalurilor firmei şi o piaţă monetară de unde, pe termen scurt, se pot completa nevoile conjuncturale de capitaluri ale întreprinderilor. În contextul mediului economic contemporan, firmele au mai multe posibilităţi de procurare a capitalurilor la costuri variate datorită, în primul rând a diversificării instrumentelor cu ajutorul cărora se poate, mai uşor, accede la disponibilităţile pieţei. Inovaţiile financiare elimină monopolul băncii centrale şi a băncilor comerciale şi crează condiţii pentru manifestarea pieţei deschise. De asemenea, pe lângă instrumentele clasice ale pieţei financiare, în bună măsură standardizate, apar instrumente hibride. În sinteză, principalele mutaţii intervenite pe piaţa financiară cu implicaţii majore asupra proceselor de constituire şi de utilizare a capitalurilor firmelor, pot fi astfel redate:

---

1 Dominique Roux - Analyse économique et gestion de l'entreprise, Dunod, Paris, 1988, p.176.

2 B.Colasse - Gestion financière de l'entreprise, P.U.F., 1989, p.31.

3 M.Opriţescu, ş.a. - Gestiunea financiară a întreprinderii, Editura Dova, Craiova, 1996, p.13.

Scanned with OKEN Scanner

- în contextul mondializării pieţelor şi sub presiunea concurenţei internaţionale, puterile publice angajează reforme vizând creşterea dar şi mobilitatea capitalurilor, stimulând totodată o concurenţă între intermediarii financiari susceptibili să antreneze o scădere a costului de intermediere. Aceste fapte sunt de natură să facă atractive capitalurile împrumutate;
- modernizarea pieţelor înseamnă inovaţii în materie de produse şi instrumente financiare. Acestea permit firmelor să-şi aleagă gama de resurse financiare şi de utilizare a plasamentelor;
- dezvoltarea pieţei financiare este însoţită de o titrizare a plasamentelor şi a finanţărilor, modificându-se astfel conţinutul intermedierii bancare. Băncile nu acordă doar credite firmelor ci le asigură vânzarea de acţiuni şi de obligaţiuni, lărgind sfera de cuprindere a "furnizorilor" de resurse;
- titlurile negociabile de pe piaţă înregistrează un puternic progres în plasarea şi finanţarea externă a întreprinderilor, în timp ce o evoluţie opusă reflectă volumul creditelor acordate de instituţiile financiare;
- în contextul volatilităţii preţurilor monetare şi financiare, inovaţia financiară modifică gestiunea riscurilor în sensul că instrumentele financiare de garanţie, ferme sau opţionale, negociate pe piaţă dau posibilitatea firmelor pentru o mai bună protecţie privind riscurile, iar natura hibridă a anumitor instrumente face incertă însăşi definirea resurselor proprii şi a celor împrumutate;
- transformate în centre de profit activităţile financiare pot contribui la rentabilitatea globală a firmelor;
- ca răspuns la cererea de sporire a flexibilităţii, băncile, dezvoltă noi formule de finanţare (precum MOF) care permit disocierea duratei de angajare a împrumutului de durata de utilizare a acestuia, pe care îl adaptează la evoluţia nevoilor lor.

Toate aceste elemente fac ca relaţiile privind finanţarea şi dimensionarea eficientă a investiţiilor să se desfăşoare într-un mediu turbulent, incert în care se manifestă numeroase riscuri, fapt ce impune adaptarea permanentă a deciziilor financiare ale firmei la condiţiile acestuia. Tendinţa de mondializare a producţiei se regăseşte în preocuparea întreprinderilor de fabricare a produselor în ţări străine, unde pot realiza un cost de producţie mai mic sau de a-şi asigura finanţarea de pe piaţa internaţională, dacă pe această piaţă, costul capitalului este cel mai redus. Finanţele devin un factor de integrare în procesul de asociere a întreprinderilor din state diferite, atunci când acestea sunt angajate în obţinerea controlului asupra unui anumit segment de piaţă. În acest context funcţiei financiare îi revin obligaţii privind organizarea

Scanned with OKEN Scanner

evidenţei contabile şi fiscale, în mod unitar, precum şi de alocare şi de control a folosirii resurselor financiare în conformitate cu strategia grupului.

1.5. Funcţia şi gestiunea financiara a întreprinderii

Unii autori identifică gestiunea financiară cu funcţia financiară a întreprinderii, datorită atributelor de natură practică conferite acestei funcţii. *"Gestiunea financiară a întreprinderii este o funcţie care are ca obiective esenţiale:*

- *pe de o parte asigurarea în mod regulat a întreprinderii cu fondurile necesare constituirii capacităţilor de producţie şi asigurării exploatării curente, procurând fondurile la timpul dorit, la cele mai mici costuri, fără a afecta independenţa sa faţă de terţi şi nici posibilitatea desfăşurării normale a activităţilor industriale şi comerciale;*
- *pe de altă parte, să controleze ceea ce este primordial: buna utilizare a fondurilor şi rentabilitatea operaţiunilor cărora le sunt afectate"* [1].

Apropierea până la substituire a gestiunii financiare de funcţia financiară a întreprinderii este susţinută şi de profesorul Ion Neagoe. În definiţiile date de autor celor două noţiuni, ambele sunt considerate ca având un caracter practic, respectiv un ansamblu de activităţi:

"Funcţia financiară a întreprinderii poate fi definită ca ansamblul activităţilor de asigurare şi repartizare a fondurilor băneşti necesare desfăşurării continue şi rentabile a activităţii precum şi de analiză şi control a rezultatelor obţinute"[2] iar,

"Gestiunea financiară se poate defini ca un ansamblu de decizii şi activităţi care concură la reglarea şi ajustarea fluxurilor financiare şi a fondurilor, la gospodărirea resurselor financiare ale întreprinderii"[3].

Puncte de vedere asemănătoare relevă şi profesorul P.Conso care consideră că *"funcţia financiară este aceea care, în cadrul întreprinderii, pregateşte şi execută deciziile financiare"*[4].

Alţi autori fac distincţie între funcţia financiară şi gestiunea financiară a întreprinderii, considerând că gestiunea financiară este expresia operaţională a

---

1 Depallens G. - Gestion financière de l'entreprise, Sirey, 1980, p.1.
2 I.Neagoe - Finanţele întreprinderii, Editura Ankarom, Iaşi, 1997, p.47.
3 I.Neagoe - Op.cit., p.41.
4 Conso P. - La gestion financière de l'entreprise, Dunod, 1989, p.47.

Scanned with OKEN Scanner

funcţiei financiare: *"Gestiunea financiară ca expresie operaţională a funcţiei financiare a întreprinderii cuprinde mulţimea deciziilor, operaţiunilor de realizare a acestora, precum şi serviciile şi personalul chemat să le înfăptuiască, decizii şi operaţiuni ce se referă la procurarea capitalurilor necesare la utilizarea lor, la obţinerea rezultatelor financiare, la repartizarea rezultatelor financiare, la repartizarea şi utilizarea acestora"*[1]. Profesorul P.Vernimmen consideră că: *"toate deciziile, ce au o acţiune structurală la nivelul întreprinderii, aparţin politicii financiare. Lucrările efectuate, într-un anumit cadru organizatoric, relevă gestiunea financiară"*[2].

Caracterul practic al gestiunii financiare, deosebit de cel teoretic al funcţiei financiare, este susţinut şi de profesorul I.Stancu care arăta că realizarea funcţiei financiare presupune *"punerea în aplicare a unui sistem de metode de gestiune financiare"*[3]. Într-un context asemănător, şi alţi autori consideră gestiunea financiară ca expresie operaţională a finanţelor întreprinderii respectiv: *"un ansamblu de decizii, operaţiuni şi modalităţi de organizare a activităţii financiare în vederea procurării si utilizării capitalurilor în scopul obţinerii, repartizării şi utilizării rezultatului final, respectiv profitului"*[4]. Profesorul Bernard Colasse face o distincţie netă între gestiunea şi funcţia financiară a întreprinderii şi consideră că gestiunea financiară poate fi tratată sub două aspecte:

- ca o activitate practică desfăşurată într-un cadru organizaţional şi
- ca o disciplină de studiu.

Gestiunea financiară privită ca o activitate practică înseamnă *"ansamblul deciziilor şi activităţilor care, în funcţie de obiectivele întreprinderii, urmăreşte regularizarea fluxurilor financiare ce privesc necesităţile şi resursele sale"*[5]. Aceste activităţi sunt foarte eterogene, unele au un caracter considerat de autor drept "concret" precum gestiunea trezoreriei, colectarea de fonduri, realizarea investiţiilor etc., iar altele numite "intelectuale", sunt de conceptie şi privesc previziunea şi analiza, ocazionate de fundamentarea deciziilor financiare. Toate activităţile au însă un element comun şi anume: sunt desfăşurate în conformitate cu obiectivele firmei.

Gestiunea financiară privită ca o disciplină de studiu reprezintă *"ansamblul noţiunilor şi metodelor născute din practică sau din cercetare,*

---

1 Giurgiu I.A. - Mecanismul financiar al întreprinzătorului, Editura Dacia, Cluj-Napoca, 1995, p.15.
2 Vernimmen P. - Finance d'entreprise, Dalloz, 1990, p.192.
3 Stancu I. - Gestiunea financiară a agentilor economici, Editura Economică, Bucureşti, 1994, p.22.
4 Opriţescu M. - "Gestiunea financiară a întreprinderii, Editura Dova, Craiova, 1996, p.17.
5 B.Colasse - Gestion financière de l'entreprise, P.U.F., Paris, 1987, pp.23-26.

Scanned with OKEN Scanner

aplicabile la conducerea financiară a întreprinderii"[1]. Datorită complexității ei, gestiunea financiară foloseşte cunoştințe comune şi altor domenii, fiind considerată o disciplină de sinteză.

Față de aceste puncte de vedere, considerăm că *gestiunea financiară a întreprinderii poate fi definită ca totalitate a operațiunilor şi metodelor care privesc fundamentarea deciziilor privind constituirea şi utilizarea capitalurilor,în condiții de eficiență precum şi obținerea, repartizarea, folosirea rezultatelor financiare, care aplicate într-un cadru organizatoric dat, asigură înfăptuirea obiectivelor firmei.*

Gestiunea financiară este o componentă a gestiunii economice, însă se individualizează prin aceea că are în vedere manifestarea fenomenului financiar generat de activitățile firmei. Obiectul său fundamental este legat de premisele financiare reclamate de desfăşurarea normală a acelor activități, iar apoi de consecințele financiare înregistrate. Relația dintre gestiunea financiară şi cea economică este de la parte (subsistem) la întreg (sistem)[2].

Gestiunea economică se defineşte ca un ansamblu de decizii şi operațiuni care urmăreşte procurarea şi utilizarea eficientă a factorilor de producție în diverse activități precum şi valorificarea rezultatelor obținute. Gestiunea economică poate fi structurată în două planuri bine definite ce privesc fiecare în parte:

- gestiuni ale factorilor de producție şi ale efectelor utilizării lor precum: gestiunea mijloacelor fixe, gestiunea stocurilor, gestiunea forței de muncă;
- gestiuni ale activităților parțiale, grupate în raport cu funcțiile atribuite întreprinderii şi anume: gestiunea cercetării-dezvoltării, gestiunea personalului angajat, gestiunea comercială, gestiunea financiară.

Ceea ce este semnificativ în definirea fiecărei gestiuni în parte este existența deciziilor şi a operațiunilor de înfăptuire a acestora, ce privesc domeniul respectiv precum şi a unui cadru organizatoric adecvat. În cazul gestiunii financiare a întreprinderii cele trei elemente sunt:

A. deciziile financiare,
B. operațiunile financiare şi
C. cadrul organizatoric al activității financiare.

A. Decizia reprezintă produsul final al procesului de conducere. Ea poate fi definită ca o opțiune a factorului de conducere între mai multe variante

---

1 B.Colasse - Op.cit., p.26
2 I.Trenca – Managementul financiar al întreprinderii, Editura Mesagerul, Cluj-Napoca, 1997, p.17.

Scanned with OKEN Scanner

prin care se asigură în cel mai eficient mod adaptarea întreprinderii la mediu. Deciziile financiare, care fac obiect al gestiunii întreprinderii, pot fi clasificate după un criteriu, considerat de noi foarte raţional, adică: după modul de combinare a naturii problemei de rezolvat cu soluţia aleasă, în[1]:

- decizii financiare de rutină,
- decizii financiare adaptative şi
- decizii financiare inovative.

Deciziile financiare de rutină au problemele de rezolvat bine definite, cunoscute şi pentru care există o soluţie alternativă cunoscută. Ele nu au un caracter complex şi se iau în condiţii de certitudine, implică un efort redus iar paşii logici de identificare a procedeelor de adoptare se parcurg cu rapiditate. În aceasta grupa se includ deciziile privind calcularea amortizării activelor fixe, a impozitelor datorate bugetului, a salariilor, etc.

Deciziile financiare adaptative sunt mai complexe si presupun un anumit grad de incertitudine în privinţa apariţiei fenomenelor sau stărilor preconizate a avea loc în viitor. Problemele de rezolvat sunt oarecum cunoscute din experienţele anterioare, dar trebuiesc aplicate într-un viitor ce presupune condiţii diferite de cele deja ştiute. Aceste decizii exprimă de fapt nivele programate, sperate a fi atinse în viitor prin derularea activităţii întreprinderii.

Deciziile financiare inovative sunt cele mai dificile de fundamentat şi sunt legate de manevrele strategice de anvergură ale firmei. Acestea au un orizont de timp mai îndepartat, sunt unice deoarece problemele propuse nu au mai fost întâlnite în practica firmei, iar soluţiile impun luarea în considerare într-o proporţie considerabilă a incertitudinii şi a riscului. În literatura de specialitate sunt numeroase alte criterii după care deciziile financiare pot fi clasificate. Astfel, după natura lor, deciziile financiare se pot grupa în:

- decizii de investiţii şi
- decizii de finanţare.

Deciziile de investiţii sunt cele care privesc convertirea capitalului din forma bănească în forme materiale precum: maşini, utilaje, clădiri, instalaţii, materii prime şi materiale etc., prin operaţiuni de achiziţionare a acestor bunuri. Ca o variantă a acestei decizii, cea de dezinvestiţie presupune transformarea capitalului aflat sub forme materiale diverse în forma banească, prin vânzarea şi încasarea contravalorii acelor bunuri, deoarece firma le consideră că în starea în care se află sunt de prisos proceselor economice.

Decizia de finanţare vizează selectarea surselor de procurare a capitalurilor, astfel încât să se satisfacă o serie de cerinţe:

---

[1] Trenca I. – Op.cit., p.108.

Scanned with OKEN Scanner

- un raport optim între capitalul propriu şi cel împrumutat urmare a realizării celui mai mic cost ponderat posibil,
- premise pentru realizarea echilibrului financiar al întreprinderii prin constituirea de resurse permanente la nivelul cheltuielilor permanente şi de resurse temporare în concordanţă cu nevoile temporare,
- o protecţie maximă a întreprinderii împotriva riscurilor.

B. Operaţiunile financiare reprezintă acţiunile concrete de procurare, apoi de utilizare a capitalurilor firmei şi de repartizare a rezultatelor obţinute. Aceste operaţiuni se referă la activităţile de prospectare şi emisiune de acţiuni şi obligaţiuni; încheierea contractelor de credite; efectuarea plăţilor privind ratele şi dobânzile la creditele scadente; a celor privind furnizorii, personalul angajat, bugetul public; stabilirea costului capitalului; planificarea profitului şi a destinaţiilor lui, etc.

C. Organizarea activităţii financiare cunoaşte forme instituţionale diferite, funcţie de mărimea firmei, a domeniului de activitate şi de complexitatea operaţiunilor. În general, organigrama care priveşte activitatea financiară se poate prezenta, în cazul unei firme astfel (fig.nr.1):

Activitatea financiară este organizată la nivel de întreprindere în cadrul compartimentului (forma concretă poate fi direcţia, serviciul sau biroul) financiar. Principalele sectoare în care se concretizează organizarea activităţii financiare la nivelul unei întreprinderi, numite şi resoarte sunt: previziune financiară, decontări şi ordonanţări de acte de încasări şi plăţi, salarizare, casierie, preţuri şi tarife, analize şi control financiar intern, etc. Printre atribuţiile ce revin fiecărui resort enumerăm:

- resortul previziune financiară întocmeşte bugetul de venituri şi cheltuieli al firmei în corelaţie cu programul economic al acesteia, încheie contractele de credite şi documentaţiile necesare obţinerii acestora etc.;
- resortul decontări ordonanţează documentele de încasări şi plăţi în numerar, evidenţiază mijloacele băneşti, confirmă extrasele de cont etc.;

Scanned with OKEN Scanner

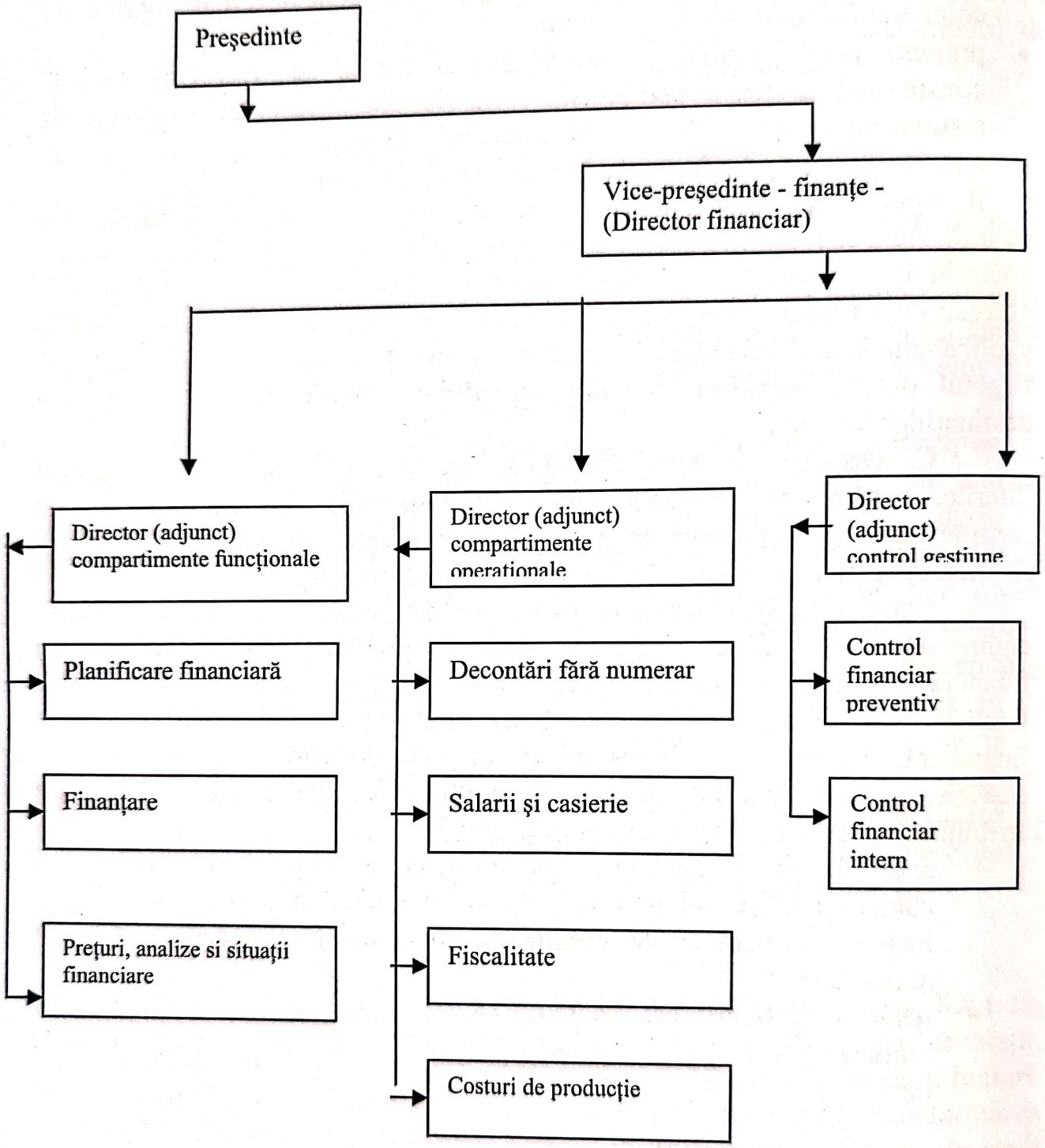


Fig.nr.1 Organigrama generală a organizării activităţii financiare [1]

[1] după B.Colasse - Op.cit., p.33

Scanned with OKEN Scanner

- resortul salarizare calculează resursele băneşti privind drepturile de personal, stabileşte avansurile chenzinale, drepturile lunare şi obligaţiile fiscale etc.;
- resortul casierie gestionează numerarul şi asigură legătura cu unitatea bancară la care sunt deschise conturile firmei, etc.;
- resortul preţuri şi tarife calculează devizele de preţuri şi tarife şi urmăreşte respectarea lor, le negociază cu partenerii de afaceri etc.;
- resortul analize şi control financiar intern efectuează analize economico-financiare şi acţiuni de control financiar preventiv şi gestionar de fond privind gospodărirea resurselor materiale şi băneşti ale întreprinderii.

Între compartimentul financiar şi celelalte compartimente: contabilitate, personal etc. există relaţii de colaborare, schimburi de informaţii deoarece în acest fel fiecare îşi îndeplineşte în cele mai bune condiţii atribuţiile.

Înfăptuirea gestiunii financiare impune respectarea a două principii, respectiv ale[1]:

- autonomiei funcţionale a întreprinderii care se referă la manifestarea liberei iniţiative în alegerea modalităţilor de procurare a capitalurilor precum şi în selectarea destinaţiilor de utilizare a lor;
- eficienţei care trebuie să dirijeze ambele procese respectiv atât al constituirii cât şi cel al utilizării capitalurilor.

1.6. Finanţele şi obiectivele întreprinderii

În literatura de specialitate sunt fundamentate numeroase teorii în care se tratează problematica obiectivelor gestiunii financiare a întreprinderii. Teoriile se remarcă prin formularea de obiective care diferă între ele fie prin natura lor, fie prin modul de înfăptuire.

Teoria economică neoclasică susţine că obiectivul oricărei firme este *maximizarea profitului*, calculat ca diferenţă între venituri şi cheltuieli.

În Statele Unite ale Americii, rezultatele cercetărilor, ce vizează raţionalitatea deciziilor aferente gestiunii financiare, reunite în *teoria financiară a întreprinderii* consideră ca sunt dificultăţi de natură contabilă în stabilirea profitului, cu repercusiuni negative asupra concretizării practice a obiectivului astfel formulat, însă se acceptă faptul că obţinerea profitului

---

1 Voinea Gh. – Autonomia financiară şi autofinanţarea, Revista finanţe, credit, contabilitate nr.5/1992, p.21.

Scanned with OKEN Scanner

rămâne o preocupare dominantă a firmelor. Teoria susține că obiectivul gestiunii financiare trebuie reformulat în sensul că aceasta urmărește *maximizarea bogăției acționarilor*. În condițiile existenței pieței capitalurilor, unde se negociază titlurile societății, dimensiunea bogăției este dată de valoarea la bursă a tuturor acțiunilor întreprinderii. Din această cauză obiectivul mai poate fi exprimat prin *maximizarea capitalizării bursiere.*

În *teoriile directoriale (manageriale)* întreprinderea este văzută ca un conglomerat de grupuri şi indivizi care au scopuri foarte diverse, adesea contradictorii. Între acestea, obiectivele managerilor au un loc privilegiat. Teoriile amintite înlocuiesc profitul cu un alt obiectiv cel mai adesea exprimat printr-o funcție a întreprinderii cu trăsături utilitare. Modelul lui O.E.Williamson, cel mai reprezentativ în cadrul teoriilor manageriale, consideră că obiectivul gestiunii financiare este *maximizarea funcției întreprinderii ce conține drept variabile*: fondul de salarii, efectivul de personal angajat, mărimea investițiilor.

Maximizarea funcției conduce la sporirea costurilor de producție însă doar până la limita exigenței ce priveşte obținerea unui profit minim. Acest model este construit pe ideea de creştere economică echilibrată a întreprinderii, iar indicatorii selectați să exprime dezvoltarea sunt totalul activelor sau cifra de afaceri, deoarece aceştia sunt considerați ca fiind expresia calității şi competenței managerilor. Profitul are doar rolul unei restricții în sensul că o anumită mărime a lui, exprimată ca un minim de realizat, determină limitarea cheltuielilor de investiții ale firmei.

În *teoriile aşa zis behavioriste* se susține că gestiunea financiară are cinci obiective principale care se referă la: *producție, stocuri, vânzări, partea din piață şi profit.* Ipoteza maximizării este abandonată şi în această teorie. Obiectivele gestiunii financiare se stabilesc în urma negocierilor dintre indivizii sau grupurile interesate, din cadrul întreprinderii, ca nivele minime de atins. Managerii urmăresc însă depăşirea mărimilor astfel programate deoarece orice depăşire este însoțită de recompense suplimentare proporționale cu diferența înregistrată. Economiştii R.M.Cyert şi I.G.March, cei mai semnificativi reprezentanți ai teoriilor behavioriste consideră că realizarea unei anumite marje, între mărimile atinse şi cele propuse ale obiectivelor, care să satisfacă pretențiile atât ale acționarilor cât şi ale managerilor, joacă un rol stabilizator în actul gestionării.

Teoriile semnalelor şi ale agenției exprimă încercările cele mai recente ale microeconomiei financiare de a armoniza obiectivele managerilor, acționarilor şi creditorilor aflate în divergență, datorită problemelor ce decurg din realizarea ipotezei maximizării profitului.

Scanned with OKEN Scanner

Teoria semnalelor consideră, urmare a faptului că managerii, pe de o parte, iar acționarii și creditorii, pe de altă parte, au obiective distincte, primii au obligația să transmită celorlalți informații (semnale) prin care să convingă asupra unei bune gestiuni a întreprinderii. Aceste semnale se referă la *gradul de îndatorare, mărimea dividendelor, etc.*, indicatori care trebuiesc realizați la dimensiunile așteptate. Însă, pentru ca semnalizarea să fie eficace trebuie să se poată face distincție, pentru același semnal, între o bună și o proastă gestionare a întreprinderii.

Teoria agenției sau a mandatului pornește de la aceeași premisă a conflictului dintre obiectivele managerilor și cele ale actionarilor. Managerii sunt considerați ca agenți ai acționarilor, de la care au primit un mandat pentru a le apăra interesele. Această relație este generatoare de costuri diverse: costuri de control și de supraveghere, angajate de acționari la care se adaugă cele de oportunitate, sau costuri de legitimare a gestiunii, angajate de manageri. Teoria agenției își propune construirea de modele după care gestiunea să fie realizată la *costurile menționate, cele mai mici.* Teoriile semnalelor și agenției sunt mai bogate în continut comparativ cu teoria economică neoclasică, însă confruntate cu realitatea ele rămân sărace, deoarece sunt mult mai multe grupări interesate de întreprindere, care prin diverse mijloace își pot impune propriul lor obiectiv.

Practica și teoria microeconomică contemporană recunoaște gestiunii financiare a întreprinderii trei obiective exprimate prin:

- *securitate, care exprimă exigențele echilibrului financiar, prin nivelul fondului de rulment, a coeficientului de îndatorare și a nivelului încasărilor;*
- *profitabilitate, ca expresie a eficienței folosirii capitalurilor, ilustrată de ratele de rentabilitate economică și financiară;*
- *creștere economică, ca cerință a luptei de concurență, evaluată prin indicii de creștere a activului total sau a cifrei de afaceri.*

Igor Ansoff adaugă la acestea, un al patrulea obiectiv: *flexibilitatea* care reflectă capacitatea întreprinderii de a se adapta circumstanțelor dificile *(flexibilitatea defensivă)* prin neutilizarea integrală a capacităților financiare (de autofinanțare, de îndatorare) sau de a valorifica oportunitățile ce vizează obținerea sau sporirea profitului, a cifrei de afaceri etc. *(flexibilitatea ofensivă)*[1].

Considerăm că formularea obiectivelor gestiunii financiare trebuie realizată în funcție de statutul sociojuridic al întreprinderii (individuală sau

---

1 I.Ansoff - Strategie du développement de l'entreprise, les éditions d'organisation, Paris, 1989, p.53-57.

Scanned with OKEN Scanner

societară) deoarece structura puterii are un rol determinant în acest sens. Consecință a aceluiaşi fapt este şi ierarhizarea obiectivelor, înfăptuită în mod diferit de la o întreprindere la alta, sau de la o perioadă la alta, pentru aceeaşi întreprindere.

Pentru întreprinderea familială sau individuală (care poate fi creată şi ca o societate de capitaluri) autonomia funcțională joacă un rol esențial. Această autonomie este protejată prin gestionarea foarte atentă a *echilibrului financiar*. În situația unui dezechilibru financiar, managerul are de ales între faliment sau cedarea către creditori a controlului asupra firmei. La aceste întreprinderi, dezvoltarea este realizată exclusiv prin autofinanțare. În consecință, firma este condusă astfel încât rentabilitatea să degaje un flux de resurse proprii suficient pentru asigurarea dezvoltării, iar dacă profiturile nu sunt la nivelul aşteptat, atunci investițiile se limitează la posibilitățile existente.

Varietatea mare a întreprinderilor societare, în care se crează numeroase tipuri de relații între manageri şi acționari, determină diverse situații de realizare a gestiunii financiare. În general, cea mai mare parte a acestor întreprinderi au ca obiectiv al gestiunii lor financiare *profitul,* indiferent dacă managerii sunt şi acționari majoritari, dacă sunt grupuri de acționari principali, sau dacă acționariatul este dispersat şi mai puțin organizat. Marile societăți suportă adesea presiuni din partea statului, a consumatorilor sau a sindicatelor pentru ca acestea să-şi asume şi obiective *de natură socială, ecologică sau etică,* de multe ori la concurență, cu obiectivele economice.

Pentru marile întreprinderi obiectivul definit prin *maximizarea profitului* se consideră atins atunci când se realizează egalitatea între încasările marginale şi costul marginal de producție ale firmei. Însă, în legătură cu definirea acestui obiectiv s-au pus mai multe probleme:

- trebuie de precizat despre ce fel de profit este vorba; de profitul pe termen scurt sau pe termen lung, maximizarea ambelor tipuri de profit în acelaşi timp este imposibilă,
- maximizarea profitului presupune o situație de monopol şi în acest caz obiectivul devine inoperațional într-o piață concurențială,
- nu ține seama de incertitudine şi de riscuri.

Desfăşurarea gestiunii financiare a întreprinderii luând ca obiectiv *maximizarea valorii de piață a întreprinderii* este motivată astfel:

- întreprinderea aparține proprietarilor (acționarilor, deținătorilor de părți sociale, antreprenorilor individuali) ori aceştia au tot interesul să maximizeze valoarea investiției;
- se ține seama de incertitudini, de riscuri şi mai ales de influența factorului

Scanned with OKEN Scanner

timp, elemente caracteristice ale mediului economic contemporan;

- obiectivul este operațional, în sensul că orice decizie financiară care urmăreşte maximizarea valorii este bună.

Acest obiectiv trebuie considerat ca esențial iar eventualele alte obiective trebuind să se subordoneze lui.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 2. CIRCUITE, FLUXURI ŞI CICLURI FINANCIARE

2.1. Circuitele financiare ale întreprinderii

Circuitele financiare, ca parte a circuitelor economice, se constituie în urma interacţiunuii fluxurilor născute din operaţiuni în care intervin resurse băneşti afectate nevoilor, pe orice perioadă[1]. Circuitele financiare pot fi: *pur financiare* (atunci când se face referire la mişcarea lichidităţilor aferentă nevoilor pe termen lung şi circuite *monetare* atunci când fluxurile băneşti privesc realizarea nevoilor pe termen scurt.

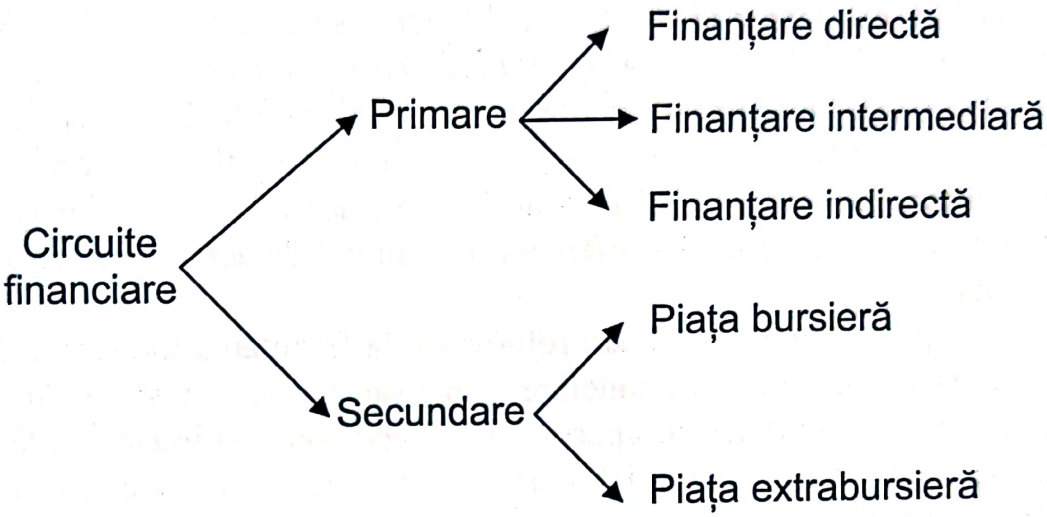
Nu fac parte din categoria circuitelor financiare mişcările valorice care asigură transferuri de echivalenţă precum creditul comercial sau compensările dintre întreprinderi. Desfăşurarea circuitelor financiare ne permite să identificăm câteva trăsături definitorii:

- derularea lor presupune o anumită evoluţie spaţială, în sensul că se ţine seama de toate activităţile ce se produc într-un cadru geografic definit, cel mai adesea într-o ţară;
- fiecare circuit financiar se desfăşoară într-un timp dimensionat pe baza unor repere tehnice şi economice;
- circuitele financiare au un caracter repetabil, deoarece mişcarea valorică aferentă exploatării trebuie reluată, urmare a cerinţelor continui de nevoi de asigurat;
- pe parcursul circuitelor valoarea îmbracă diverse forme funcţionale, ocazie cu care, urmare a aportului adus de muncă, se adaugă valoare;
- circuitele financiare ale întreprinderii sunt la rândul lor „asamblate" circuitelor macroeconomice, circumscriindu-se astfel unor mişcări valorice interdependente. Circuitul financiar, ca flux de lichidităţi poate fi declanşat şi apoi întreţinut, ca urmare a implicării, în activitatea întreprinderii, atât a actionarilor, cât şi/sau a managerilor şi/sau a creanţierilor şi/sau a statului. Intervenţia lor influenţează

[1] Toma M., Alexandru F. – Finante şi gestiune financiară de întreprindere, Editura Economică, Bucuresti, 1998, p.15

deciziile privind procesele de constituire şi/sau de utilizare a capitalurilor firmei precum şi procesul de repartizare a rezultatelor financiare.

Într-o primă etapă, circuitele financiare se grupează în circuite primare şi circuite secundare:[1]



Circuitele financiare primare se referă la fluxurile de lichidităţi prin care se asigură fie finanţarea directă, fie intermediară, fie cea indirectă a firmelor.

În *finanţarea directă* fluxul de lichidităţi porneşte de la deţinătorul disponibilităţilor băneşti, către investitorul solicitant al acestora. În schimbul lichidităţilor, investitorul va oferi active financiare, precum acţiuni sau părţi sociale. Circuitul financiar realizat între investitor, care poate fi o întreprindere şi furnizorul de lichidităţi pe linia finanţării directe, reflectă o relaţie de echivalenţă în sensul că ofertantul disponibilităţilor solicită (şi primeşte) un drept de creanţă, egal valoric, cu obligaţia, care şi-o asigură investitorul că odată cu lichidităţile încasate datorează acea sumă şi că îi va oferi, în plus, la termene convertite, remunerări corespunzătoare. În circuitele financiare care privesc finanţările directe, cei doi parteneri participanţi au pieţei financiare: proprietarul economiilor băneşti şi investitorul-utilizator al acestora, se cunosc, iar prin întâlniri directe stabilesc termenii colaborării, respectiv: timpul de utilizare a lichidităţilor; costul resurselor; activele financiare care urmează a fi create; etc.

---

[1] M. Toma, F. Alexandru - Finanţe şi gestiunea financiară de întreprindere, Editura Economică, Bucureşti, 1998, p.22

Scanned with OKEN Scanner

În circuitele financiare care vizează finanțările intermediare, investitorul, utilizator al disponibilităților, solicită unei firme specializate în asemenea operațiuni (care poate fi o societate de valori mobiliare, de intermediere și consultanță, sau de brokeraj) să găsească proprietari ai unor disponibilități bănești, dispusă să le cedeze investitorului în vederea valorificării. În schimbul acestui serviciu, societatea de intermediere financiară încasează un comision. Circuitul financiar se poate manifesta, în finanțările intermediare, într-o variantă aparte, dacă societatea de valori mobiliare achiziționează totalitatea acțiunilor emise de investitor, oferindu-i în schimb lichiditățile necesare, după care se va preocupa de vânzarea acestora către deținătorii de disponibilități , doritori să le valorifice. Câștigul firmei de intermediere va rezulta ca diferență între prețul de achiziție și cel de vânzare al acțiunilor.

În circuitele financiare referitoare la finanțarea indirectă, „furnizorii de lichidități sunt societăți financiare, bănci sau fonduri mutuale. Aceștia folosesc în circuit, lichiditățile ce aparțin unor deponenți persoane fizice sau juridice care au primit în schimbul lor de la instituțiile financiare respective, diferite titluri. După cum se observă în circuitele financiare de finanțare indirectă avem dea face de fapt cu două circuite distincte legate între ele în procesul de valorificare a disponibilităților:

- un prim circuit este reprezentat de fluxul de lichidități, de la deponent (proprietari ai lichidităților) către instituțiile financiare (bănci, fonduri mutuale, etc.), în schimbul unor produse financiare precum certificate de depozit, etc.;
- cel de al doilea circuit este format din fluxul de lichidități creat între instituțiile financiare și investitorii-anteprenori pentru care, aceștia din urmă, oferă primilor active financiare (obligațiuni). În această situație este evident că instituțiile financiare joacă un rol de intermediar între proprietarii de lichidități și investitori, mobilizând disponibilitățile primilor, către cei din urmă.

Deținătorii de titluri financiare doresc ca activele lor să fie cât mai lichide. Acest lucru înseamnă ca ele să fie posibil de transformat oricând în bani. În același timp, alți deținători de disponibilități doresc să le valorifice, și în acest sens, sunt dispuși să transforme respectivele disponibilități în active financiare emise pe piața primară.

Întâlnirea dintre deținători de disponibilități, doritori să le transforme în active financiare și deținători de active financiare emise în circuitele primare, la rândul lor dornici să le schimbe pe lichidități, are loc pe piața secundară, unde cu ocazia tranzacționării se realizează circuitele financiare secundare. Aceste circuite se referă la piața financiară secundară care, dacă privește mobilitatea lichidităților în schimbul unor titluri pe termen scurt poartă numele de piață

Scanned with OKEN Scanner

monetară, iar dacă vizează tranzacţionarea de titluri pe termen mijlociu şi lung, atunci se numeşte piaţa capitalurilor. Piaţa monetară se referă cu deosebire la piaţa interbancară şi la cea ipotecară, la procedeele de refinanţare, precum şi la intervenţia băncii centrale asupra pieţei monetare.

Spre deosebire de pieţele monetare, piaţa capitalurilor nu este rezervată numai specialiştilor, aici au loc tranzacţii de titluri, pe care toţi deţinătorii de disponibilităţi pot să le obţină. Această piaţă conţine două componente: piaţa bursieră şi piaţă extrabursieră. Prima este o piaţa pur speculativă, în timp cea de a doua, deşi are elemente speculative, urmăreşte în mod deosebit protecţia împotriva riscului, respectiv evitarea unei pierderi potenţiale de randament sau de capital.

2.2. Fluxuri şi cicluri financiare

Realizarea proceselor economice presupune ca între întreprindere şi mediu să aibă loc schimburi cu ocazia cărora se transferă bunuri şi monedă. *Cantităţile de bunuri şi servicii transferate între întreprindere şi ceilalţi agenţi economici poartă numele de fluxuri.*[1]

Economistul american Jay Forrester defineşte fluxurile ca "fenomene de mişcare, de transport a unor entităţi"[2] şi consideră că sunt şase tipuri de fluxuri în cadrul unei întreprinderi: fluxuri materiale; fluxuri băneşti; fluxuri de echipamente tehnice; fluxuri de forţă de muncă; fluxuri informaţionale; fluxuri decizionale.

Dacă se are în vedere faptul că la începutul procesului se produc operaţiuni de transfer dinspre mediu ambiant către întreprindere, iar la sfârşitul acestuia sensul este invers, alţi autori consideră utilă gruparea fluxurilor în:[3]

- fluxuri de intrare (input-uri); concretizate în transferuri de resurse naturale (energie solară, apă, cărbuni), capitaluri şi forţă de muncă;
- fluxuri de ieşire (output-uri); produsele finite şi deşeurile.

---

1 Bistriceanu Gh., Adochiţei M., Negrea E. - Finanţele agenţilor economici, E.D.P., R.A., Bucureşti, 1995, p.81.

2 J.Forrester - Principiile sistemelor, Edit.Tehnică, Bucureşti, 1979.

3 N.Georgescu - Roegen - Legea entropiei şi procesul economic, Editura politică, Bucureşti, 1979, p.355.

Scanned with OKEN Scanner

Dintre toate fluxurile prezentate, un interes aparte îl prezintă fluxurile băneşti care constituie obiectul principal al implicaţiilor financiare ale economiei întreprinderii. Aceste fluxuri exprimă operaţiunile de folosire a banilor, concretizate în transformarea acestora în factori de producţie, ce au loc cu ocazia pregătirii şi desfăşurării proceselor economice, precum şi cele de convertire a produselor sau serviciilor în bani, care se realizează la sfârşitul proceselor amintite. Celelalte operaţiuni care privesc în principal gestionarea bunurilor materiale, precum aprovizionarea, prelucrarea materiei prime, vânzarea produselor finite sunt denumite ca fluxuri reale (corporale). Împărţirea fluxurilor în două grupe: fluxuri băneşti şi fluxuri reale (corporale) este utilă în explicarea conţinutului gestiunii financiare a întreprinderii care vizează procurarea capitalului în timp util la costul cel mai scăzut posibil, precum şi alocarea şi utilizarea acestuia în condiţii de eficienţă, iar apoi recuperarea lui, ocazie cu care se obţine un surplus monetar suficient să acopere destinaţiile prestabilite ale acestuia.

Între întreprindere şi mediul ambiant, în care aceasta acţionează, se dezvoltă o varietate de fluxuri băneşti şi reale (fig.nr.2). După cum se observă întreprinderea este un nod al fluxurilor, în care sunt în conexiune fluxuri corporale (reale) cu cele băneşti. Geneza fluxurilor băneşti se află în derularea fluxurilor reale, iar ambele se leagă în mod necesar de gestiunea capitalului. Schimburile dau naştere la viaţa financiară a întreprinderii, deoarece se realizează cu ajutorul banilor sau a înlocuitorilor acestora. Pentru înfăptuirea obiectului său de activitate (obţinerea de produse şi/sau servicii) şi a scopului propus (profitul) întreprinderea (firma) realizează legături cu piaţa factorilor de producţie, a consumatorilor, cu piaţa financiară şi cu statul.

Fluxurile băneşti se pot clasifica în dependente sau de contraparte (faţă de fluxurile reale) şi autonome. Fluxurile băneşti de contraparte se caracterizează prin faptul că se crează urmare a manifestării în prealabil a fluxurilor reale. Ele pot fi immediate sau decalate.

Astfel, de pe piaţa factorilor de producţie, întreprinderea îşi procură maşini, utilaje, materii prime etc. În contraparte cu aceste fluxuri reale (corporale) se produc fluxuri băneşti reprezentate de sumele folosite pentru achitarea contravalorii aprovizionărilor menţionate.

Pe piaţa consumatorilor se livrează produsele şi/sau serviciile, rezultate din procesele de fabricaţie, fapt ce determină manifestarea fluxurilor reale, de această dată dinspre întreprindere către mediu, respectiv cumpărătorii produselor şi/sau serviciilor sale.

Scanned with OKEN Scanner

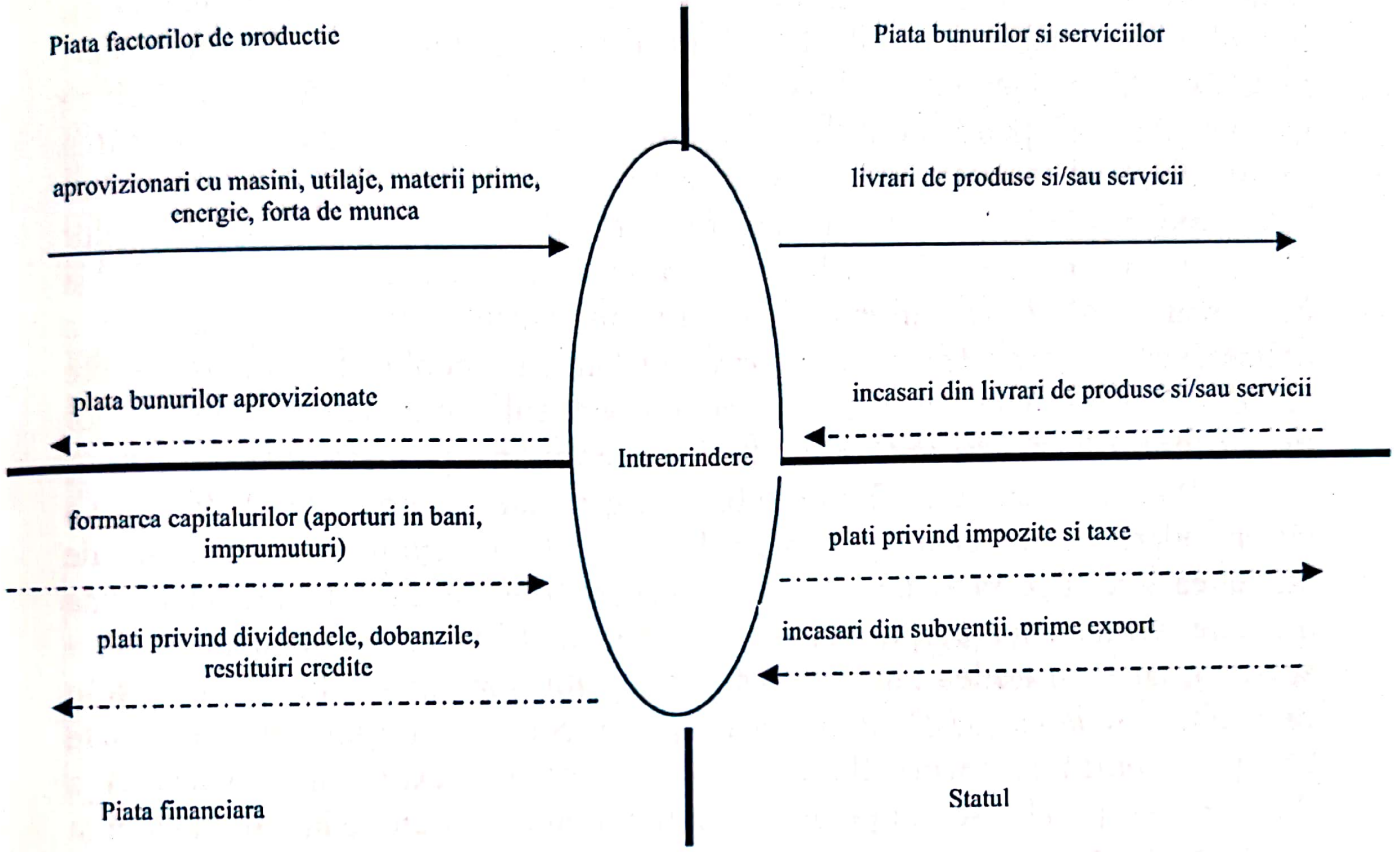


Fig.nr.2. Fluxurile băneşti şi fluxurile corporale (reale) ale întreprinderii

Dacă fluxurile băneşti de contraparte se desfăşoară concomitent cu cele reale, atunci întâlnim fluxuri imediate. Dacă există un ecart temporal între fluxurile reale şi cele băneşti, atunci se produc fluxuri băneşti dependente decalate. Fluxurile băneşti decalate (în timp) dau naştere la bunuri (produse) financiare. În acest caz, întreprinderile schimbă moneda pe un bun (produs) financiar în cursul unor operaţiuni specifice, numite operaţiuni financiare. Produsul (bunul) financiar se materializează într-o creanţă la furnizor şi o datorie la cumpărător.[1]

Fluxurile băneşti autonome au loc cu ocazia operaţiunilor de împrumut. Astfel, înfiinţarea unei întreprinderi este legată de constituirea capitalului social al acesteia, iar existenţa lui de necesitatea asigurării derulării legăturilor ei cu piaţa financiară. Prin emiterea de acţiuni, obligaţiuni şi contractarea de credite

[1] I.Neagoe - Finanţele întreprinderii, Editura Ankarom, Iaşi, 1997, p.37

Scanned with OKEN Scanner

bancare, sau prin capitalizarea unei părţi din rezultatele obţinute - operaţiuni financiare pure - întreprinderea îşi constituie sau sporeşte capitalul total. Deci, capitalul întreprinderii se formează prin fluxuri autonome, din acumulări financiare anterioare, din afara sau din întreprindere, fluxuri care îşi au originea în operaţiuni independente de cele de producţie şi care conduc la modificarea cantitativă, sau a naturii diferitelor active financiare. Fluxurile financiare autonome, prin care se constituie capitalul întreprinderii, stau la baza fluxurilor băneşti complementare fluxurilor reale. Fluxuri financiare autonome au loc şi cu ocazia achitării preţului capitalului utilizat respectiv plata dividendelor şi a dobânzilor. Întreprinderea desfăşoară cu bugetul public fluxuri financiare autonome în ambele sensuri; cu prilejul vărsării către buget a obligaţiilor fiscale (impozite şi taxe) sau a încasării subvenţiilor, a primelor de export etc.

Putem conchide că fluxurile băneşti generate de activitatea economică a întreprinderii sunt legate, în primul rând, de procurarea capitalului, de utilizarea acestuia în concordanţă cu necesităţile pe care le reclamă buna derulare a fluxurilor corporale, în al doilea rând, de recuperarea integrală a acestuia, iar în al treilea rând, de obţinerea şi folosirea profitului. În măsura în care întreprinderea desfăşoară activităţi de comerţ exterior, fluxurile sale băneşti îmbracă şi forma fluxului valutar, întrucât exprimarea bănească a fluxurilor corporale (reale) poate fi făcută nu numai în moneda naţională ci şi în alte monede.

Funcţionarea capitalului ca element de fond al procesului economic se declanşează ca urmare a fenomenului financiar. *Fenomenul financiar este un ansamblu coerent de activităţi de bază şi complementare, organizate şi desfăşurate în timp, prin care întreprinderea îşi mobilizează, alocă şi utilizează, potrivit unor metode şi tehnici specifice domeniului, capital financiar necesar îndeplinirii, în condiţii de eficienţă maxim posibilă, a funcţiei sale obiectiv; vânzarea de utilităţi cerute pe piaţă şi obţinerea de profit.*

Fenomenul financiar, derulat la nivel de întreprindere, are un dublu caracter: concret şi de reglare. Concret, acesta semnifică un ansamblu de activităţi ce trebuiesc organizate şi desfăşurate la nivelul oricărei întreprinderi cu un scop bine determinat: mobilizarea oportună, alocarea raţională şi utilizarea eficientă a capitalului necesar funcţionării normale a acesteia, ca sistem economic de sine stătător. Fenomenul financiar are un rol regulator al activităţii economice prin manifestarea fluxurilor informaţional-decizionale. În procesele economice, care au loc în cadrul întreprinderilor, capitalul parcurge succesiv cele trei stadii îmbrăcând mai multe forme: bănească, materială iar în final din nou cea bănească. Capitalul, odată revenit la forma iniţială (bănească), desăvârşeşte un ciclu financiar.

Scanned with OKEN Scanner

Ciclul financiar este definit ca totalitatea operațiunilor și procedurilor care se produc între momentul transformării banilor în bunuri și/sau servicii până la cel în care aceasta revine la forma inițială. După conținutul și duratele proceselor care au loc în intervalul delimitat de momentul în care capitalul aflat inițial în formă bănească se transformă în alte forme funcționale și cel în care revine la forma bănească; deosebim trei cicluri financiare: investiții, exploatare și al operațiunilor financiare.

În cadrul ciclului de investiții se constituie capacitatea de producție a întreprinderii, prilej cu care banii, ca primă formă de manifestare a capitalului, se schimbă prin acte de cumpărare, sau prin decontarea cheltuielilor ocazionate de crearea cu forțe proprii a clădirilor, mașinilor, utilajelor, instalațiilor, etc. în bunuri materiale (fig.nr.3).

Fig.nr.3 Desfășurarea ciclului de investiții

După construirea capacităților, valoarea aflată sub formele materiale amintite, se transferă prin operațiuni de exploatare în mod treptat pe durata mai multor ani, în valoarea bunurilor și/sau serviciilor rezultate, care prin vânzare-încasare, determină revenirea la forma bănească. Acest ciclu se caracterizează, în primul rând, prin faptul că bunurile materiale rezultate din schimbarea banilor reprezintă baza tehnică a proceselor de exploatare. În al doilea rând crearea acestei baze se face într-o perioadă, cel mai adesea, mare. Procesul de convertire a valorii din forma materială în cea bănească durează însă un timp foarte lung.

În ciclul de exploatare se desfășoară procesul de prelucrare urmat de vânzarea și încasarea contravalorii produselor rezultate. Astfel, prin cumpărarea de materii prime, materiale, combustibil, etc. se constituie activele circulante ale firmei. Produsele finite obținute în urma proceselor de fabricație sunt livrate clienților, iar prin încasare, capitalul revine la forma bănească (fig.nr.4).

Scanned with OKEN Scanner

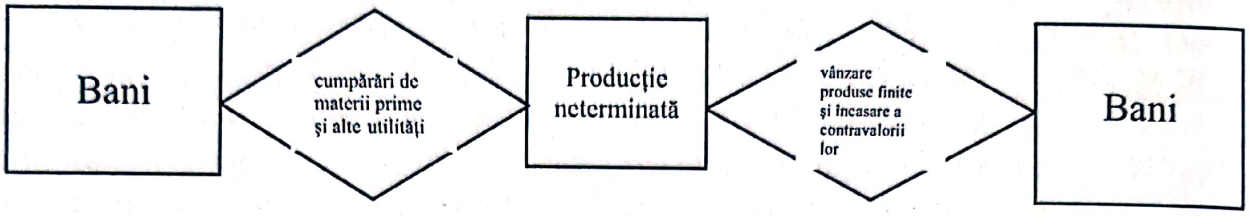


Fig.nr.4 Desfăşurarea ciclului de exploatare

Ciclul operaţiunilor financiare se produce atunci când se acordă şi se restituie un împrumut, urmare a unor relaţii stabilite între o instituţie financiară şi o întreprindere. Relaţii de împrumut se pot stabili între o întreprindere şi o bancă şi în sens invers, dacă firma dispune de un disponibil bănesc pe care doreşte să-l valorifice prin plasamente la acea bancă. Acest disponibil poate apărea dacă se crează un decalaj temporal între fluxurile băneşti şi cele reale (fig.nr.5).

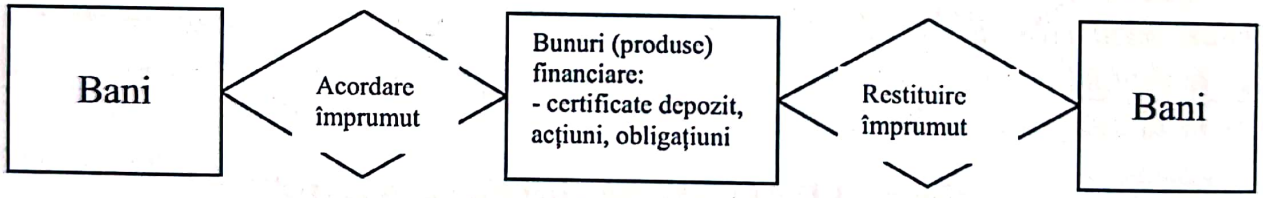


Fig.nr.5 Desfăşurarea ciclului operaţiunilor financiare

Fluxurile sunt expresia mişcării şi caracterizează viaţa întreprinderii, în timp ce stocurile redau situaţia patrimoniului la un moment dat ca o consecinţă a transformărilor produse de fluxuri într-un interval temporal. Fluxurile băneşti dau expresie vieţii financiare a întreprinderii. Relaţiile dintre fluxuri şi stocuri constituie fundamentele mecanismelor financiare.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 3. ANALIZA FINANCIARĂ A ÎNTREPRINDERII – PREMISĂ A FUNDAMENTĂRII DECIZIILOR ACESTEIA

3.1. Conținutul și obiectivele analizei financiare

Întreprinderea trebuie să cunoască, în orice moment, care este situația sa financiară pentru a aprecia șansele atingerii obiectivului propus. Analiza financiară este necesar să permită factorilor de decizie să se apropie de realitatea din întreprindere și funcție de mediul acesteia, să emită judecăți în deplină cunoștință de cauză cu privire la firmă.

Analiza financiară este activitatea de diagnosticare a stării de performanță a firmei pentru a desprinde tendințele privind fluxurile de numerar viitoare (ca mărime, periodicitate și risc implicat și de a selecta, evalua și interpreta datele financiare ca apoi, corelat cu alte informații pertinente, să fundamenteze deciziile privind investițiile, finanțarea și modul de gestionare a rezultatelor.

Fiind o componentă a analizei economice, analiza financiară este „un studiu metodic a situației unei firme sub aspectul structurii financiare și a rentabilității, plecând de la bilanț, contul de rezultate și alte informații oferite de întreprindere".[1]

Unii economiști tratează analiza financiară ca „un instrument mai multe decât o teorie, care, chiar dacă este efectuată de organe interne sau externe întreprinderii, are ca obiect efectuarea unei judecăți globale asupra situției actuale și viitoare ale acesteia".[2]

Din cele prezentate, rezultă că analiza financiară este un instrument deosebit de prețios de care dispun factorii de decizie pentru a cerceta și evalua o stare de fapt din domeniul financiar-contabil. În orice situație, analiza oferă un diagnostic al problemei cercetate. Sub acest unghi de vedere, aceasta abordează prezentul, dar mai mult vizează viitorul fenomenului.

---

1 xxx, Dictionnaire fiduciaire financier – La Villquerin éditions, Paris, 1991, p.55

2 P. Ternisien – Finance d'énterprise. Analyse et gestion, Dalloz, Paris, 1991, p.338

Scanned with OKEN Scanner

Putem defini analiza finaciară ca un ansamblu de tehnici ce permit aprecierea situației financiar-contabile trecute şi prezente care ajută la luarea unei decizii coerente de conducere.

În urma analizei se pot formula opinii asupra punctelor forte şi slabe ale întreprinderii precum şi despre oportunitățile sau riscurile mediului în care ea activează. Examinarea datelor exploatării trebuie să dea siguranță analistului că urmărind nu doar activitatea curentă a întreprinderii ci şi a elementelor, susceptibile de a modifica în viitor evoluția rezultatelor economico-financiare a firmei, realizează o solidă fundamentare a deciziilor.

Corectitudinea analizelor depinde în bună măsură de calitatea informatiilor, care trebuie să fie de o mare acurateţe şi de o bună credibilitate. Culegerea de informații pertinente, ca fază a procesului de fundamentare a deciziilor financiare, constituie o etapă care cere angajarea efortului şi atenției analistului, deoarece rezultatele analizei este în strânsă dependență de calitatea informatiilor culese şi a concluziilor desprinse.

Diagnosticul financiar are ca obiectiv analiza statică, dinamică şi comparativă a activității firmei care să permită formularea unor concluzii cu privire la rentabilitatea şi randamentul capitalului, echilibrului financiar şi eficiența folosirii resurselor sale.

Informațiile folosite în analiza-diagnostic pot fi grupate în:[1]

- informații interne privind activitatea întreprinderii şi
- informații externe referitoare la mediul în care firma activează.

Concluzile desprinse din analiza financiară a celor două grupe de informații au ca obiectiv stabilirea profitabilității în condiții de risc iar în final valoarea firmei.

Prelucrarea datelor în analiza financiară se realizează pe două căi care reflectă, în viziuni diferite, realizarea procesului de prelucrare a datelor, respectiv:

- cu ajutorul indicatorilor sub formă de rate (rapoarte), calculați pe baza informațiilor din documente financiar-contabile de sinteză, elaborate periodic de contabilitate numită şi analiză statică;
- cu ajutorul unor indicatori care prelucrați au capacitatea de a reflecta în dinamică activitatea firmei, numită şi analiza pe bază de fluxuri.

Principalele etape ale analizei financiare dintr-o firmă pot fi schematizate astfel:

- într-o primă etapă, sunt selectate obiectivele analizei, lucru care presupune alegerea fenomenelor, faptelor, considerate esențiale pentru mai

[1] Bucătaru Dumitru – Evaluarea întreprinderii, Editura Junimea, Iaşi, 2006, p.46

Scanned with OKEN Scanner

buna gestionare a întreprinderii, în acele momente. Cu aceeaşi ocazie acestea se delimitează, în timp şi în spaţiu, dar şi cantitativ şi calitativ în vederea interpretării ulterioare a rezultatelor analizei;

- în următoarea etapă fenomenele şi faptele se analizează factorial şi structural. Analiza factorială permite depistarea forţelor motrice, dar şi a contribuţiilor cantitative ale fiecărui factor la realizarea obiectivelor analizate. Cu ajutorul mai multor metode, folosind ca unitate de măsură moneda, analiza realizează o ierarhizare valorică a factorilor, dar implicit a cauzelor care generează direct sau indirect rezultatele întreprinderii;

- în ultima etapă rezultatele analizei sunt interpretate şi se formuleaza concluziile şi aprecierile asupra activităţii studiate. Cu această ocazie se propun şi măsurile care pot contribui la îmbunătăţirea situaţiei analizate.

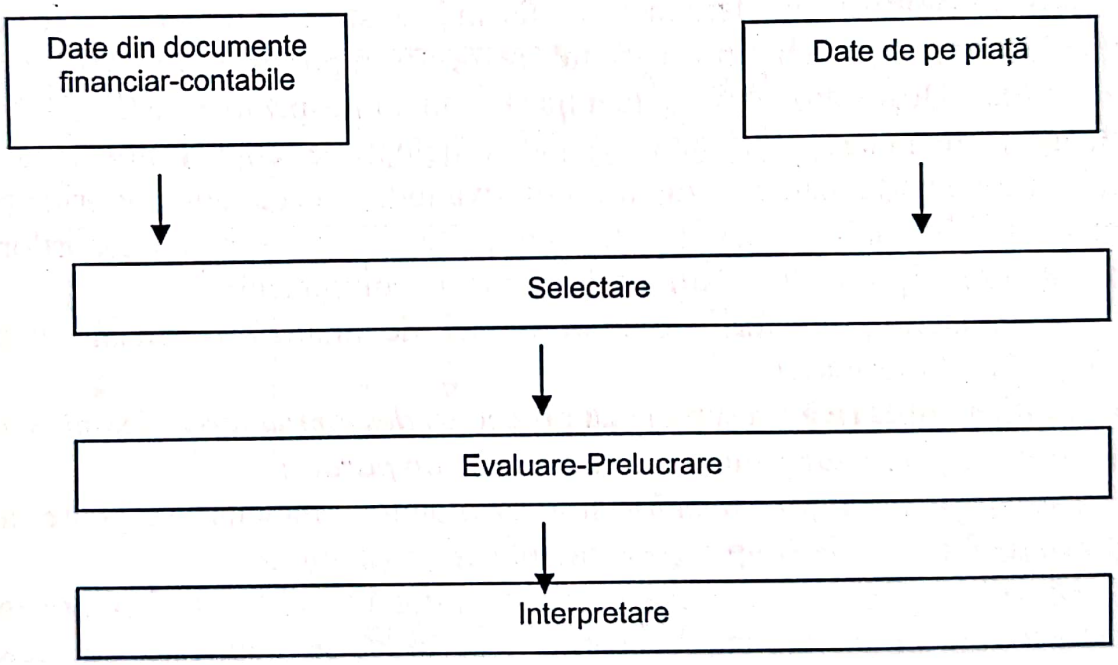


Figura nr. 6 Etape ale analizei financiare

Analiza financiară presupune prelucrarea unor informaţii oferite de evidenţa contabilă sau operativă a întreprinderii, la care se adaugă, după caz, informaţii obţinute de pe piaţă.

Informaţiile folosite în analiza financiară se prezintă sub forma indicatorilor. Indicatorii refelectă fenomenele şi faptele financiare în toate etapele proceselor, atât de constituire, cât şi de utilizare ale capitalurilor

Scanned with OKEN Scanner

întreprinderii. Aceştia pun în evidenţă eforturile depuse de firmă şi rezultatele obţinute.

În urma analizei financiare se poate remarca latura calitativă a activităţii şi aceasta prin cunoaşterea în esenţă a fenomenului şi a legăturilor sale cauzale, precum şi latura cantitativă, prin stabilirea mărimii elementelor şi a facturilor care explică fenomenul.

Cuantificarea acţiunii factorilor este posibilă numai după determinarea raporturilor de cauzalitate dintre fenomene şi factorii de influenţă, ceea ce înseamnă că analiza calitativă precede analiza cantitativă. În procesul de cunoaştere a fenomenelor şi a rezultatelor trebuie folosite deci atât analiza calitativă, cât şi cea cantitativă.

În analiza fenomenelor financiare un loc important îl ocupă modelul. Modelele se elaborează cu ajutorul unor analize calitative. Modelul reproduce într-o formă simplificată fenomenul, făcând abstracţie de ceea ce este neesenţial, reţinând în schimb esenţialul, respectiv raporturile de condiţionare ale acestuia. Deşi modelul evidenţiază numai aspectele esenţiale ale fenomenului financiar, el trebuie să fie suficient de cuprinzător încât să permită, pe de o parte, caracterizarea cantitativă judicioasă a laturilor principale ale fenomenului analizat, iar pe de altă parte, determinarea legăturilor şi dependenţelor reciproce dintre diferitele elemente componente.

Principalele proceduri ale unui model de analiză financiară pot fi evidenţiate în felul următor:

a) **analiza calitativă** presupune ca proceduri *descompunerea fenomenelor şi a rezultatelor financiare*, după care urmează *comparaţia*.

Descompunerea fenomenelor şi a rezultatelor financiare se poate face: după locul de formare, în timp şi pe elemente componente.

Diviziunea fenomenelor şi a rezultatelor după locul lor de formare are o mare importanţă în analiza întreprinderilor, deoarece se stabileşte, cu această ocazie sectorul de activitate, secţia, etc., unde s-a format un rezultat pozitiv sau negativ. De exemplu, profitul întreprinderii apare ca sold între venituri şi cheltuieli, iar la rândul lor acestea pot fi divizate în funcţie de activităţile de unde provin (de bază, alte activităţi), permiţând astfel depistarea rezultatelor pozitive şi negative şi a cauzelor lor (fig.nr.7).

Scanned with OKEN Scanner

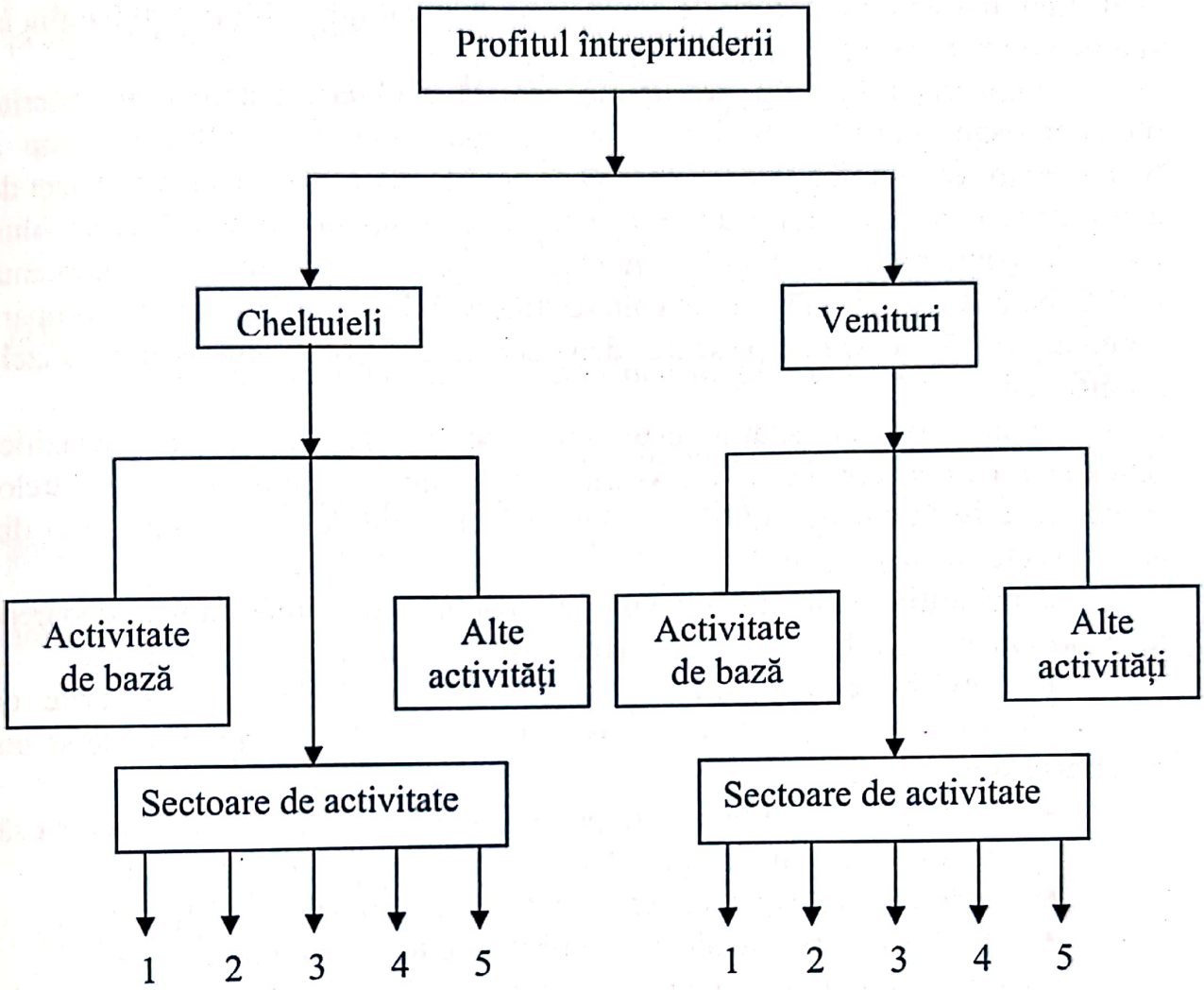


Fig. nr.7. Descompunerea rezultatelor financiare ale întreprinderii după locul lor de formare

Descompunerea în timp are menirea de a reflecta evoluția fenomenelor cercetate într-o anumită perioadă de timp şi eventualele abateri de la tendința generală. Descompunerea fenomenelor sau rezultatelor financiare prezintă importanță în procesul cunoaşterii, deoarece ajută la aprofundarea fenomenelor cercetate.

Comparația completează descompunerea fenomenelor, pentru ca aceasta să fie mai explicită. Fenomenele care fac obiectul analizei pot fi comparate din mai multe puncte de vedere, în funcție de scopul urmărit. Astfel

Scanned with OKEN Scanner

se disting mai multe categorii de comparaţii: comparaţia în timp, comparaţia în spaţiu, comparaţia faţă de previziuni:

- comparaţia în timp presupune analiza aceluiaşi fenomen în diferite momente sau intervale de timp ale evoluţiei sale. În analiza în timp a fenomenelor economice este necesar să se acorde mare atenţie alegerii bazei de comparaţie şi a intervalului de timp în care se compară variaţia fenomenului. Baza de comparaţie se indică a fi aleasă acea perioadă în care fenomenul manifestă o stare normală de dezvoltare. Intervalul de timp în care se compară fenomenele să fie cât mai scurt, deoarece astfel pot fi cunoscute cauzele modificării;
- comparaţia în spaţiu este utilă pentru fundamentarea deciziilor financiare, cu deosebire cea de investiţie, şi presupune compararea rezultatelor firmei cu cele medii pe ramură sau cu cele obţinute de alte întreprinderi din acelaţi sector de activitate;
- comparaţia faţă de nivelul previzionat are importanţă, deoarece apreciază activitatea firmei faţă de evoluţia pe care aceasta şi-a propus-o.

b) analiza cantitativă are menirea de a evidenţia raporturile de cauzalitate dintre fenomenele şi procesele financiare. Legăturile cauzale se pot manifesta sub mai multe forme:

- legături între un fenomen, proces sau rezultat financiar şi factorii săi de influenţă, cunoscute sub denumirea de legături funcţionale;
- legături care exprimă dependenţa unui fenomen de alt fenomen;
- legături dintre părţile componente ale fenomenului respectiv.

Analiza cantitativă se realizează cu ajutorul mai multor metode care îşi propun să evidenţieze legăturile cauzale pe baza cărora se pot formula, apoi, propuneri de îmbunătăţire.

Metodele cu ajutorul cărora se realizează analiza cantitativă sunt, în principal, următoarele: metoda substituirii în lanţ, metoda bilanţieră, metoda corelaţiei, metoda calculului matricial şi metode de cercetări operaţionale. Evidenţiem cu ajutorul primei metode modalitatea de exprimare a legăturilor cauzale care se manifestă în cadrul analizei cantitative.

Metoda substituirii în lanţ implică respectarea a trei principii:

- aşezarea factorilor în ordinea condiţionării lor economice, ceea ce înseamnă că se substituie întâi factorul cantitativ şi apoi cel calitativ,
- substituirile se fac succesiv,
- un factor substituit se menţine, ca stare, în operaţiunile ulterioare.

În situaţia analizei unui indicator „I", $I=a\times b\times c$, luând ca bază de comparaţie nivelul realizat al perioadei precedente (I_0) şi element de comparat realizările perioadei curente (I_1), atunci diferenţa între cele două situaţii ΔI

Scanned with OKEN Scanner

poate fi identificată pornind de la factorii cauzali:

$$\Delta I = I_1 - I_0$$
$$\Delta a = a1 \times b0 \times c0 - a0 \times b0 \times c0$$
$$\Delta b = a1 \times b1 \times c0 - a1 \times b0 \times c0$$
$$\Delta c = a1 \times b1 \times c1 - a1 \times b1 \times c0, \text{ iar}$$
$$\Delta I = \Delta a + \Delta b + \Delta c.$$

Analiza financiară urmăreşte, în principal, următoarele *obiective principale*:

- ameliorarea gestiunii întreprinderii, plecând de la un diagnostic precis,
- fundamentarea deciziei de împrumut a firmei,
- fundamentarea deciziei de vânzare-cumpărare de acţiuni,

aprecierea bonităţii unui partener (client, furnizor).

Ca *obiective secundare* analiza financiară trebuie să indice dacă firma are:

- suficient numerar pentru a face faţă obligatiilor;
- o perioadă rezonabilă de încasare a clienţilor;
- o politică eficientă de gestionare a stocurilor;
- active imobilizate suficiente;
- o structură adecvată a capitalului;
- o profitabilitatea şi o atractivitate pentru investitorii potenţiali corespunzători.

3.2. Analiza financiară pe bază de fluxuri

Analiza fluxurilor permite formularea de opinii privind rentabilitatea, precum şi echilibrul financiar ale întreprinderii. În acest sens analiza fluxului de numerar poate reflecta, pe de o parte, modul în care activităţile au afectat lichiditatea acesteia, iar pe de altă parte, relaţiile dintre fluxurile de numerar în activităţile de exploatare, investiţie şi de finanţare.

Fluxurile de numerar se prezintă fie sub forma încasărilor care sunt fluxuri de intrare în întreprindere, numite şi pozitive, fie sub forma plătilor care sunt fluxuri de ieşire din firmă, numite şi negative. La nivelul fiecărei întreprinderi, aceste două fluxuri trebuie să se găsească în stare de echilibru.

Structura fluxurilor de numerar privind activităţile de exploatare, de investiţii şi de finanţare este următoarea:

Fluxuri de numerar din activităţi de exploatare:

Scanned with OKEN Scanner

-fluxuri de intrare:
- numerar încasat de la clienţi,
- dobânzi şi dividende încasate,

-fluxuri de ieşire:
- plăţi către furnizori de stocuri,
- plăţi de salarii,
- plăţi pentru alte cheltuieli de exploatare,
- dobânzi plătite la credite,
- plăţi de impozite,

- flux de numerar net.

Fluxuri de numerar din activităţi de investiţii:

-fluxuri de ieşire:
- cumpărări de valori mobiliare,
- cumpărări de imobilizări corporale,

-fluxuri de intrare:
- încasări din vânzări de valori mobiliare,
- încasări din vânzări de imobilizări corporale,

- flux de numerar net.

Fluxuri de numerar din activităţi de finanţare:

-fluxuri de ieşire:
- plăţi de dividende în numerar,
- rambursări de datorii pe termen scurt şi lung,

-fluxuri de intrare:
- încasări din împrumuturi primite,

- flux de numerar net.

Fluxurile de numerar reflectă schimbările care au loc de-a lungul timpului în patrimoniul întreprinderii. Ca instrument de comparaţie este folosit bilanţul contabil al firmei. În urma activităţii desfăşurate firma poate să realizeze profit, dar dacă nu degajă lichidităţi pentru plata datoriilor poate intra în faliment.

În general, o întreprindere profitabilă înregistrează încasări mai mari decât plăţile rezultând un surplus de monetar. În cazul în care această firmă derulează şi un program investiţional important, atunci va avea nevoie pentru realizarea echilibrului financiar de resurse împrumutate care să compenseze dezechilibrul creat. Dacă firma nu are suficiente lichidităţi să onoreze plăţile

Scanned with OKEN Scanner

scadente ea va fi declarată în stare de faliment.

Analiza financiară cu ajutorul fluxurilor poate pune în evidență capacitatea firmei de a produce rezultate financiare. În urma comparării fluxurilor de intrare (încasările) cu cele de ieşire (plăţile) rezultă o diferență pozitivă (rezultate financiare favorabile) sau o diferență negativă (pierderi sau rezultate financiare nefavorabile).

Diferențele pozitive de fluxuri financiare poartă denumirea de cash. Aceasta mai are corespondenți şi alți termeni pe care practica îi utilizează: trezorerie netă, lichidități, disponibilități sau pur şi simplu numerar.

În unele lucrări se menționează că în funcție de sfera de cuprindere a fluxurilor se pot deosebi două noțiuni: *cash efectiv* şi *cash echivalent*[1]. *Cash-ul efectiv* priveşte disponibilitățile aflate în casieria firmei, în timp ce *cash-ul echivalent* conține pe lângă elementele enumerate şi posibilele sume pe care întreprinderea le-ar putea obține din vânzarea într-o perioadă relativ scurtă a unor hârtii de valoare, precum titluri mobiliare de plasament (acțiuni, obligațiuni,etc.) sau titluri monetare (certificate de depozit, certificate de trezorerie, etc.).

Cash-flow exprimă diferența de cash dintr-o perioadă, adică variația în timp a disponibilităților băneşti ale întreprinderii. Cash flow mai este denumit ca variație a trezoreriei nete.

Cash-flow-ul, ca indicator al capacității întreprinderii de a produce rezultate financiare pozitive, se calculează ca o diferență între încasările şi plăţile firmei într-o perioadă de timp.

Funcție de elementele care se iau în considerare, ca plăți scadente, deosebim mai multe forme de manifestare a cash-flow-ului:

- cash-flow curent, stabilit ca diferență între încasările perioadei şi plăţile curente de exploatare;
- cash-flow brut, care se calculează într-o manieră asemănătoare cu mențiunea că în cadrul plăților nu se include impozitul pe profit, el putând fi utilizat ca un rezultat financiar al întreprinderii în intervalul de timp de la intrarea sumelor în cont până la virarea impozitului la buget, la termenele stabilite de lege;
- cash-flow net, care se deosebeşte de cash-flow brut prin faptul că nu include în sine impozitul pe profit.

Din modul de calcul al cash-flow-lui rezultă că el prezintă o sferă mai largă de cuprindere decât profitul, prin faptul că pe langă profitul efectiv

---

[1] I.Stancu – Finanțe, Editura Economică, ediția a III-a, Bucureşti, 2002, p.822

Scanned with OKEN Scanner

încasat, cash-flow-ul mai conţine amortizarea mijloacelor fixe şi în anumite accepţiuni (ex. cash-flow brut) şi impozitul pe profit. În legătură cu prezenţa amortizării în cadrul cash-flowului menţionăm că ea reflectă un consum al unui factor de producţie (mijloacele fixe), însă urmare a faptului că aceste imobilizări se reconstituie la intervale mari de timp, nu apar, pe termen scurt, ca plăţi, regasindu-se deci în diferenţa dintre încasările şi plăţile unei perioade de timp.

Cash-flow-ul, prin prezenţa profitului în componenţa sa, arată capacitatea firmei de a onora integral şi la timp, toate plăţile scadente care privesc destinaţiile profitului: constituirea activelor imobilizate, a celor circulante, a provizioanelor, plata dividendelor, a dobânzilor. Măsura în care profitul realizat acoperă destinaţiile planificate, devenite scadente, permite aprecieri asupra rentabilităţii întreprinderii.

Cash-flow-ul pune în evidenţă realizarile firmei privind încasările. Dacă încasările se compară cu plăţile scadente atunci se pot face aprecieri pertinente asupra realizării echilibrului financiar pe termen scurt în cadrul întreprinderii. Dacă se analizează comparativ încasările cu plăţile aferente celor trei grupe mari de activităţi: investiţii, exploatare sau finanţare, atunci sunt crease premise pentru depistarea cauzelor privind dezechilibrele înregistrate pentru a fi luate apoi măsuri operative de eliminare a lor.

Analiza fluxurilor are mare importanţă în asigurarea pe termen scurt, a celor mai favorabile condiţii pentru fundamentarea celor mai eficiente decizii privind gestiunea financiară a întreprinderii.

3.3. Analiză financiară cu ajutorul ratelor

Analiza financiară cu ajutorul ratelor este considerată ca fiind o metodă de analiză statică, deoarece datelor folosite de aceasta sunt obţinute din documente contabile de sinteză, elaborate periodic de întreprindere, adesea cu mult înaintea momentului analizei. Cu ajutorul acestei metode se pot formula opinii cu privire la:

- calitatea activităţii desfăşurate de firmă într-o perioadă trecută,
- soliditatea suportului financiar al viitoarelor acţiuni pregătite de întreprindere,
- trendurile privitoare la evoluţiile unor indicatori, care pot însemna fie confirmarea unei bune gestiuni, fie semnalarea unor posibile

Scanned with OKEN Scanner

pericole, care pot afecta întreprinderea.

Analiza cu ajutorul ratelor este mai puțin utilă în procesul de fundamentare a deciziilor curente, comparativ cu analiza fluxurilor.

Indicatorii exprimați sub formă de rate sunt folosiți, cu deosebire, pentru *a compara* nivelele realizate de firma respectivă cu următoarele repere:

- *mărimi normate* de diferite instituții financiare sau bancare, atunci când firma în cauză intră în relații cu acestea, ocazie cu care se pot formula opinii asupra încadrării sau nu a întreprinderii în cerințele impuse pentru a avea acces, spre exemplu, la credite, sau la alte servicii ale băncii, etc.;
- *indicatori realizați de aceeași întreprindere* în momente succesive (luni, trimestre, ani) pentru a contura o dinamică în evoluția lor;
- *indicatori realizați de întreprinderi similare*, ca domeniu de activitate, ca mărime a capitalurilor folosite, ca cifră de afacere, structură financiară, dotare tehnică, etc. Din asemenea comparații pot rezulta concluzii cu privire la sectoarele sau compartimentele pe care firma trebuie să se concentreze, fie cu scopul de a le îmbunătăți performanțele, fie pentru a elimina neajunsurile;
- *indicatori programați de întreprindere* pentru a asigura în acest fel, atingerea obiectivelor pe care şi le-a propus. Aceste comparatii trebuiesc realizate la intervale scurte de timp pentru ca neajunsurile constatate, să fie operativ eliminate, creindu-se astfel posibilitatea ca obiectivele financiare să fie realizate aşa cum au fost programate.

Rata este un indicator obținut prin raportarea altor doi indicatori, diferiți între ei. În urma raportării, rezultă un al treilea indicator datorită semnificațiilor noi pe care le conține, diferite de ale celor doi, folosiți în această operațiune.

După conținutul lor informațional, ratele se pot grupa în:

- *rate de rentabilitate;*
- *rate de gestiune;*
- *rate de structură;*
- *rate privind echilibrul financiar al firmei.*

Ratele de rentabilitate exprimă capacitatea întreprinderii de a produce profit, cu ajutorul unor mărimi relative. Aceste rate fac parte din cadrul indicatorilor de eficiență având la numărător efectul, iar la numitor efortul. Ratele de rentabilitate au cea mai mare forță dintre indicatorii de eficiență, de a evidenția performanțele financiare ale unei întreprinderi. Aceste rate sunt tratate în capitolul privind rezultatele financiare ale întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

Ratele de gestiune reflectă eficienţa utilizării capitalului angajat în activitatea de exploatare. Această eficienţă este evidenţiată, în primul rând, de timpul necesar ca valoarea plasată în active circulante să ajungă la forma bănească, aceeaşi cu care a început ciclul de exploatare. O viteză de rotaţie cât mai mare a capitalului circulant, înseamnă că în unitatea de timp, se efectuiază mai multe treceri ale valorii prin cele trei stadii ale exploatării, fiecare trecere fiind aducătoare de surplus monetar. Indicatorii de gestiune, care exprimă eficienţa utilizării capitalului încorporat în active circulante sunt prezentaţi în capitolul privind finanţarea activelor circulante.

Ratele de structură exprimă compoziţia capitalului, respectiv dimensiunea participării capitalului propriu şi a capitalului împrumutat pe termen mijlociu şi lung, în totalul capital investit de firmă. Între indicatorii de structură, prezentaţi în capitolul privind formarea capitalurilor şi structura financiară a firmei, remarcăm rata autonomiei financiare care are în vedere raportul dintre capitalul propriu şi capitalul total, în care se include pe lângă capitalul permanent şi cel obţinut pe termen scurt.

Ratele privind echilibrul financiar al firmei exprimă acea stare în care resursele sunt egale cu destinatia lor, sau plăţile sunt egale cu încasările. Întreprinderea este un organism viu, astfel încât în urma fluxurilor reale sau financiare, se nasc în permanenţă obligaţii de plată care trebuiesc onorate, dar se crează şi resurse de acoperire a acestora. Putem afirma că, în practică echilibrul financiar este o stare relativă, deoarece nu întotdeauna resursele create şi disponibilităţile destinate să le acopere sunt egale, constatându-se mai mult o tendinţă în acest sens. Întreprinderea îşi asigură echilibrul financiar prin onorarea obligaţiilor, la data scadenţei lor, în primul rand, apelând la resursele degajate de activitatea proprie şi în al doilea rând, la resurse împrumutate pe termen scurt.

Folosirea ratelor pentru exprimarea echilibrului financiar apare ca o încercare de a armoniza un fenomen eminamente dinamic (echilibrul financiar) cu mijloacele de natură statică (ratele), care îl exprimă.

Ratele exprimă starea de egalitate între venituri şi cheltuieli, între resurse şi destinaţia lor sau între încasări şi plăţi, la un moment dat şi anume, la data la care s-au „cules" datele de către contabilitate.

Indicatorii calculaţi sub formă de rate şi care exprimă echilibrul financiar al întreprinderii sunt ratele de solvabilitate de lichiditate şi ale capacităţii de plaţă.

Ratele de solvabilitate exprimă capacitatea întreprinderii de a acoperi obligaţiile, din resursele de care dispune. Printre ratele de solvabilitate cele mai utilizate sunt:

Scanned with OKEN Scanner

- rata de solvabilitate generală (R_{sg}) calculată ca un raport între totalul mijloacelor de care dispune firma (total activ) şi totalul obligaţiilor (total pasiv);

$$R_{s.g.} = \frac{\text{Total activ}}{\text{Total pasiv}} x100$$

- *rata de solvabilitate netă* (R_{sn}) se obţine raportând activul net la totalul datoriilor;

$$R_{sn} = \frac{\text{Activ net}}{\text{Total pasiv}} x100$$

Ideal ar fi ca activul net al întreprinderii să fie egal cu obligaţiile acesteia, însă este considerat şi un indicator care să aibă o valoare mai mare de 50%.

Ratele de lichiditate exprimă capacitatea activelor firmei de a se transforma în lichidităţi şi de a acoperi astfel datoriile curente, adică cele cu o exigibilitate mai mică de un an. Principalii indicatori de lichiditate folosiţi în analizele financiare sunt:

- rata lichidităţii generale (R_{lg}) calculată ca un raport între valoarea activelor circulante ale întreprinderii şi datoriile curente;

$$R_{lg} = \frac{\text{Activ circulante}}{\text{Active curente}} x100$$

O situatie, considerată, bună este evidenţiată de o rată a lichidităţii generale mai mare de 100%.

- rata lichidităţii imediate (R_{li}) se calculează prin raportarea capitalului aflat sub forma disponibilităţilor, a plasamentelor pe termen scurt şi a creanţelor la datoriile curente ale firmei;

Având în vedere ambiguitatea numitorului relaţiei de calcul, care nu are în vedere evidenţierea datoriilor exigibile, pentru care este necesară deţinerea doar la acelaşi nivel a mijloacelor băneşti de plată, specialiştii înclină să considere ca nivel optim, o mărime a indicatorului cuprinsă între 80-100%.

- rata lichidităţii reduse (R_{lr}) sau rata trezoreriei numită şi rata rapidă sau „testul acid" se calculează ca un raport între disponibilităţile firmei, creanţele acesteia şi datoriile curente;

$$R_{lr} = \frac{\text{Creante} + \text{disponibilitati}}{\text{Datorii curente}}$$

Deşi activele sunt grupate în ordinea transformării lor în lichidităţi, totuşi nu sunt evidenţiate lichidităţile de care ar putea dispune firma la *o*

Scanned with OKEN Scanner

anumită dată. Numitorul ratelor de lichiditate exprimă datoriile cu scadenţă de până la un an.

Or, echilibrul financiar exprimă egalitatea *la un moment dat* între lichidităţile şi datoriile unei firme. Ratele de lichiditate nu sunt în măsură să furnizeze informaţii capabile să evidenţieze acest echilibru, ci doar să se facă aprecieri generale asupra unei anumite stări.

În aceeaşi notă de „apreciere generală" se înscriu şi ratele privind capacitatea de plată C_p). Ratele privind capacitatea de plată se determină prin raportarea sumei disponibilităţilor băneşti şi a activelor în curs de a deveni lichide ($\sum s$) la totalul obligaţiilor de plată scadente pe termen scurt ($\sum p$)[1]

$$C_p = \frac{\sum s}{\sum p} * 100$$

Pentru ca echilibrul financiar să fie asigurat trebuie ca acest raport să fie unitar, un nivel supraunitar indicând existenţa unui potenţial de onoare a obligatiilor superior nevoilor, iar unul subunitar un semnal de alarmă.

Această rată se poate dezvolta pe trei nivele functie de rapiditatea cu care activele ajung în forma lichidă. Astfel, sunt folosite în teoria şi practica financiară trei rate ale capacităţii de plată, individualizate prin grade:

- rata capacităţii de plată de gradul I (C_{pI}) se determină raportând activele lichide de grad unu, respectiv disponibilităţile băneşti şi plasamentele (D_1) la obligaţiile exigibile pe termen scurt (p);

$$C_{pI} = \frac{\sum D_1}{\sum p} * 100$$

- rata capacităţii de plată de grad II (C_{pII}) conţine la numărător pe lângă activele precedente şi creanţele cert exigibile (D_2), numitorul rămânând acelaşi ca rata de grad I ($\sum p$):

$$C_{pII} = \frac{\sum D_{II}}{\sum p} * 100$$

- rata capacităţii de plată de grad III (C_{pIII}) adaugă la componentele precedente şi activele mai greu lichide precum produsele finite şi semifabricate, iar ca un element aparte şi sumele obţinute din vânzarea unor active imobilizate scoase din circuitul exploatării (D_{III}), totalul raportat la obligaţiile exigibile pe termen scurt ($\sum p$):

[1] Neagoe I. – Finaţele întreprinderii, Editura Ankarom, Iaşi, 1997, p.253

Scanned with OKEN Scanner

$$C_{pIII} = \frac{\sum D_{III}}{\sum p} * 100$$

Analiza financiară cu ajutorul ratelor este utilă pentru formularea unor opinii privind o stare de lucruri, o anumită tendință în evoluția întrepridnerii folosită cu deosebire de instituțiile financiar-bancare sau organele de control. Conducerea operativă impune ca fundamentarea deciziilor să se realizeze cu deosebire, cu ajutorul fluxurilor.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 4. FORMAREA CAPITALURILOR ŞI STRUCTURA FINANCIARĂ A FIRMEI

4.1. Conceptul de capital al întreprinderii

Noţiunea de capital apare pentru prima dată în secolul al XII - lea şi a circulat la început sub diverse sensuri; ca fond, stoc de mărfuri, masă de bani etc. În secolul al XIV - lea, termenul de capital este întâlnit cu înţeles de bogăţie, averi băneşti, fonduri, etc. Conţinutul modern de capital a fost introdus de economistul francez A.J. Turgot în secolul al XVIII - lea. În accepţiunea economistului francez, noţiunea de capital însemna mai mult decât bani sau bunuri, respectiv, o valoare care participă la producerea unor noi valori şi a profitului. Ulterior toţi economiştii s-au raportat la acest concept.

Definirea noţiunii de capital a cunoscut de-a lungul timpului numeroase abordări. Adam Smith în "Avuţia naţiunilor" face distincţie netă între capitalul individual şi capitalul naţional .

Capitalul individual este definit ca un stoc de bunuri şi lichidităţi, având originea în economisire, de care dispune individul în întreprinderea sa şi care îi aduce un profit. Nu constituie capital bunurile care îi servesc pentru uzul personal. Autorul pledează pentru economii, întrucât acestea sporesc capitalul, în timp ce conduita risipitoare duce la diminuarea lui, aceasta dacă economiile sunt imediat şi în totalitate investite. Structura capitalului individual se prezintă la A.Smith ca fiind formată din capitalul fix şi capital circulant, care au semnificaţii deosebite.

Capitalul fix este creat şi dezvoltat în urma unui proces de economisire, de unde rezultă că "orice capital fix este derivat din capital circulant,"[1] deoarece capitalul circulant este considerat ca fiind singurul capabil să producă profit. Capitalul naţional este format din suma capitalurilor individuale (capital fix şi capital circulant) plus rezervele de consum.

Capitalul circulant este acea parte din capital care aduce profit prin faptul că circulă şi îşi schimbă stăpânul, iar cealaltă parte din capital care nu părăseşte manufactura şi aduce profit numai indirect, cu ajutorul capitalului circulant este numit capital fix.

Distincţia dintre capitalul individual şi capitalul naţional este făcută de A.Smith cu ajutorul a două criterii:

---

[1] Adam Smith - Avuţia naţiunilor, Editura Academiei, Bucureşti, 1962, p.188

Scanned with OKEN Scanner

- pentru ca un bun să devină capital individual trebuie să aducă profit,
- este capital național numai dacă el este capabil să creeze bunuri materiale.

Capitalul fix constă în principal în patru articole: maşini, unelte de lucru, clădiri, pământuri ameliorate, precum şi cunoştinţe dobândite.[1] Capitalul circulant este compus în primul rînd din bani cu ajutorul cărora sunt create şi apoi puse în circulaţie celelalte părţi, respectiv materiile prime şi materialele ce sunt transformate în semifabricate, apoi în produse finite, iar prin vânzare se obţine profitul. Din abordările noţiunii de capital realizate de A.Smith se desprind o serie de concluzii :

- capitalul se constituie, în urma unui proces de economisire. Cu această ocazie se realizează o repartizare a unei valori acumulate, dintr-o stare inactivă într-una activă, deoarece A.Smith consideră că doar valorile cu destinaţie productivă reprezintă capital;
- compoziţia capitalului, arată că acesta conţine în primul rând mijloace băneşti, ca stare iniţială, şi bunuri materiale diverse: maşini - unelte, clădiri, pământuri ameliorate, cunoştinţe dobândite, materii prime, semifabricate, produse finite ca stări, ulterioare etc. Aceste mijloace arată formele concrete pe care valoarea repartizată iniţial s-a consumat, într-o primă etapă pentru crearea structurii productive a întreprinderii (cele patru articole ce reprezintă capitalul fix, precum şi materiile prime şi materialele necesare producţiei). Cuprinderea în capital a mijloacelor materiale precum producţia neterminată, produse finite scoate în evidenţă procesele de transformare care au loc în cadrul exploatării, în urma cărora valoarea ia forme funcţionale corespunzătoare stadiilor parcurse;
- motivaţiile după care A.Smith face distincţie între capitalul naţional şi cel individual exprimă în fapt obiectivele utilizării acestora. Cerinţa funcţionării întreprinderii în contextul industrial şi comercial în care acţionează aceasta, respectiv crearea de bunuri şi servicii în conformitate cu nevoia socială, reflectă obiectivul economic, iar obţinerea profitului necesar remunerării celor angrenaţi în activitatea acesteia este obiectivul financiar .

Definiţiile ulterioare date capitalului se găsesc în acelaşi spirit al considerării lui ca expresie valorică a ansamblului de mijloace băneşti şi materiale destinate creerii de bunuri şi servicii care, prin valorificare să conducă la obţinerea unui surplus monetar. Economiştii contemporani spre deosebire de A.Smith, consideră că izvorul de creare a capitalului nu este doar propria muncă, prin economiile degajate, ci şi resursele împrumutate.

---

[1] Ibidem, p. 187

Scanned with OKEN Scanner

În "Dizionario di administrazione, contabilita, diritto, economia, finanza, informatica, lavoro d'ufficio, risk management", se remarcă două înţelesuri date noţiunii de capital; - unul provenind din limbajul curent al practicii financiare a întreprinderii iar un altul regăsit în teoria economică.

În limbajul curent prin termenul de capital se indică în general "o suma de bani sau o bogăţie, destinată să genereze un venit pe parcursul timpului ."[1]

În teoria economică categoria de capital a căpătat o semnificaţie mai complexă exprimând "un ansamblu de bunuri exprimate valoric, ce participă la procesul de producţie sub forme diferite şi sunt la rândul lor rezultatul unui precedent proces productiv ."[2]

Identificarea capitalului ca o sumă de bunuri ce participă la procesul economic are menirea de a sublinia caracterul de factor de producţie al acestuia, alături de muncă şi pământ. Particularizarea capitalului faţă de ceilalţi doi factori de producţie este realizată de autori prin elementele de conţinut ale acestuia. Astfel, capitalul este compus doar din bunuri rezultate dintr-un proces de producţie anterior, spre deosebire de resursele naturale (pământul), care chiar dacă participă la acest proces, nu sunt produse de om. Un alt argument invocat este acela că spre deosebire de muncă şi pământ, capitalul se prezintă ca o masă eterogenă de bunuri. Din această cauză exprimarea lui nu se poate face în termeni fizici, ci doar în formă valorică, bănească. Cele două accepţiuni date capitalului întreprinderii se deosebesc prin obiectivele urmărite în procesul de utilizare a lui. În "limbajul curent" folosirea capitalului are drept obiectiv obţinerea profitului, în teoria economică aceasta trebuie să asigure derularea procesului productiv ce are ca finalitate crearea de bunuri şi servicii oferite consumatorilor .

În alte lucrări capitalul este definit ca o sumă de bogăţii utilizate pentru producerea altor bogăţii. Aceste bogăţii se concretizează într-un ansamblu de mijloace financiare şi tehnice de care dispune o întreprindere comercială şi industrială pentru investiţii[3].

În acelaşi spirit, Pierre Conso defineşte capitalul ca "ansamblu de mijloace puse în operă pentru a asigura îndeplinirea funcţiei de producţie a întreprinderii".[4] Crearea capitalului presupune o colectare de resurse, iar deţinerea lui corespunde unei imobilizări de mijloace băneşti care implică un

---

1 *** - Dizionario di administrazione, contabilitá, diritto, economia, finanza, informatica, lovoro, d'ufficio, risk management, Franco Angeli Libri, Milano 1989, p. 126

2 Ibidem pag. 127.

3 *** - Le dictionnaire de notre temps, Hachette, Paris, 1988, p.217

4 P.Conso - La gestion financiére de l'entreprise, Dunod, Paris, 1989, p.28

Scanned with OKEN Scanner

cost. Resursele proprii provin din aportul asociaţilor, din surplusul monetar degajat de întreprindere şi din împrumuturi. Ca factor de producţie, capitalul este caracterizat ca fiind o sumă de mijloace băneşti şi materiale, generic numite bogăţii ale întreprinderii. Mijloacele, componente ale capitalului întreprinderii, capătă denumiri după locul şi rolul lor în cadrul procesului economic. Astfel, maşinile utilajele reprezintă capitalul tehnic, materiile prime şi creanţele -capitalul juridic, iar banii - capitalul financiar.

M. Ternisien defineşte capitalul într-o viziune dinamică. Autorul consideră capitalul ca fiind compus din imobilizări necorporale şi corporale precum şi din stocuri (materii prime, produse nefinite, produse finite). Aceste capitaluri sunt la originea proceselor de transformare materială sau a fluxurilor fizice (cele care privesc producerea de bunuri şi servicii) precum şi a celor de contraparte, adică a fluxurilor monetare generatoare de surplus monetar [1]. În acelaşi sens şi profesorii J. Magerin şi J.C. Mallard, definesc capitalul, într-o optică numită funcţională "drept totalitatea resurselor utilizate în finanţarea întreprinderii".[2]

Profesorul Pierre Vernimen consideră capitalul întreprinderii ca "un ansamblu de resurse folosite de acesta pentru finanţarea activităţii".[3] Aceste resurse pot fi foarte diverse: aporturile acţionarilor la crearea societăţii, rezultatele curente acumulate, resursele de origine fiscală, quasi capitalul propriu şi resursele împrumutate[4]. Resursele de origine fiscală provin din avantajele pe care întreprinderea le primeşte de la buget şi care se concretizează în exonerări fiscale definitive sau temporare. Quasi capitalul propriu este reprezentat de soldurile conturilor curente ale proprietarilor, reprezentând dividende neridicate. Varietatea resurselor arată posibilităţile mari pe care le are întreprinderea pe piaţa capitalurilor pentru constituirea unei structuri financiare optime.

În alte lucrări, capitalul este definit ca "un asamblu de bunuri economice, deţinute de un individ sau un grup de indivizi (întreprindere), care este utilizat în vederea producerii de bunuri şi servicii".[5] Această definiţie nu

---

1 M.Ternisien- Comprendre l'entreprise par les flux, La Villequerin Éditions, Paris, 1988, p. 27

2 Jacques Magerin, Jean-Claude Mallard - Dicogefi, le dictionnaire de la gestion, les éditions d'organisation, Paris, 1989, p.16

3 Ibidem , p.16

4 P.Vernimen - Finance d'entreprise. Analyse et gestion, Dalloz, Paris, 1988, p.53

5 *** - Dicţionar poliglot explicativ, Editura enciclopedică, Bucureşti, 1995, p.30

Scanned with OKEN Scanner

surprinde momentul de creare a capitalului, operaţie efectuată prin acumulare, şi nici obiectivele utilizării lui.

O altă abordare este aceea după care capitalul este considerat ca "totalitate a resurselor materiale acumulate şi reproductibile care, prin asociere cu ceilalţi factori de producţie, participă la producerea de noi bunuri în scopul obţinerii de profit".[1]

Unii economişti au definit capitalul accentuând asupra mişcării valorice pe care acesta o realizează pe parcursul procesului economic; "capitalul reprezintă ansamblu valorilor materiale, spirituale rezultate din activitatea umană şi totalitatea valorilor financiare deţinute de o persoană, pentru a fi utilizate în scopul obţinerii unui venit", [2] incluzându-se deci, pe lângă mijloacele aflate în proprietate şi pe cele împrumutate. Capitalurile întreprinderii aflate în diferite stadii ale procesului economic este denumit, după forma pe care o îmbracă, capital bănesc, capital productiv (tehnic) sau capital de circulaţie. Capitalul tehnic este format din maşinile, utilajele şi instalaţiile de lucru. Capitalul de circulaţie acţionează în sfera circulaţiei şi este format din capitalul bănesc şi capitalul marfă. Capitalul bănesc reprezintă "suma de bani care procură deţinătorului un venit şi are funcţia de cumpărare a muncii şi a mijloacelor de producţie"[3]. În paralel cu noţiunea de capital bănesc este utilizată în practica şi teoria economică, cu acelaşi conţinut şi cel de fond bănesc.

Alţi autori după ce definesc capitalul ca factor de producţie recunosc în mod expres că o altă accepţiune dată acestuia este aceea de fonduri. În acest sens J. B. Charreton şi J.Raffegeau afirmă: "capitalul social reprezintă forma iniţială a fondurilor proprii"[4]. În alte lucrări se consideră chiar că al doilea sens dat noţiunii de capital al întreprinderii este acela de fonduri, semnificând "expresia bănească a proceselor de transformare a valorii care circulă în cele trei stadii ale ciclului de exploatare"[5]. Noţiunea nu face referire la vreo operaţiune materială oarecare, fiind expresia bănească a mijloacelor materiale în diferitele momente ale procesului economic.

În sens economic larg, *capitalurile exprimă mijloacele băneşti precum şi expresia bănească a celor materiale folosite de întreprindere pentru producerea unor bunuri sau servicii, care prin vânzare permit obţinerea*

---

1 *** - ABC economiei de piaţă moderne, Casa de Editură şi presă Viaţa românească, Bucureşti, 1991, p. 31

2 *** - Dicţionar enciclopedic, Editura enciclopedică, Bucureşti,1993, p.316

3 Costin Kiriţescu - Moneda-mică enciclopedie, Editura Ştiinţifică şi enciclopedică, Bucureşti,1982, p. 80

4 J.B. Charreton, J.Raffegeau - Financement des entreprise, Editions Frances Lefebvre, Paris, 1992, p. 273.

5 *** Dixeco de l'economie, Dunod, Paris, 1989, p. 28.

Scanned with OKEN Scanner

profitului. În procesul producerii bunurilor şi serviciilor valoarea parcurge cele trei stadii: aprovizionare, producţie şi comercializare, ocazie cu care îmbracă o serie de forme funcţionale: materii prime, produse nefinite, produse finite etc. Prin utilizarea capitalurilor se urmăreşte în final realizarea obiectivului financiar şi anume obţinerea surplusului monetar.

Capitalul privit din punct de vedere al naturii sale se împarte în *capital real şi în capital fictiv. Capital real* exprimă consecinţele esenţiale de natură patrimonială ce decurg din procesele de constituire şi de utilizare ale capitalului firmei. Constituirea determină crearea unor obligaţii pentru firmă, atât în privinţa restituirii sumelor procurate cât şi a achitării costului lor, toate aceste datorii sunt reflectate în pasivul bilanţului (fig.nr.8).

<table>
<tr><td rowspan="4">Capital
total</td><td rowspan="3">Capitaluri
permanente</td><td rowspan="2">Capitaluri proprii</td><td>Capital social</td></tr>
<tr><td>Rezerve, provizioane</td></tr>
<tr><td colspan="2" rowspan="2">Datorii pe termen mijlociu şi lung</td></tr>
<tr><td colspan="2">Datorii pe termen scurt</td></tr>
</table>

Fig.nr.8 Capitalul real văzut după sursele de constituire (pasivul bilanţului)

Unii autori consideră că, având în vedere obiectivul pentru care sunt create, provizioanele şi rezervele nu ar exprima conţinutul noţiunii de capital al întreprinderii[1]. Aceasta, deoarece resursele menţionate sunt destinate efectuării unor cheltuieli nelegate de exploatare. Dacă totuşi se are în vedere faptul că până la producerea evenimentului pentru care sunt create, aceste resurse sunt disponibile şi sunt angajate în activitatea de exploatare, atunci se poate considera că reprezintă capitalul întreprinderii.

În procesul de utilizare a capitalului se urmăresc cele două mari obiective ale întreprinderii: unul, economic materializat în obţinerea de bunuri şi/sau servicii în conformitate cu nevoia socială, iar altul, financiar concretizat

[1] I.A.Giurgiu – Finanţele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj Napoca, 2000, p. 24.

Scanned with OKEN Scanner

în realizarea unui surplus monetar. Surplusul monetar se crează în perioada de angajare a capitalului în diverse activităţi economice prin trecerea succesivă prin cele trei stadii ale ciclului de exploatare. Mărimea aşteptată a acestui surplus este determinată de exigenţele ce privesc repartizarea lui: în primul rând trebuiesc onorate obligaţiile ce decurg din costul capitalului iar apoi asigurarea resurselor proprii pentru finanţarea de noi investiţii. Mărimea costului capitalului este influenţată şi de timpul de utilizare a resurselor angajate.

Privită în perspectiva preocupărilor de remunerare a capitalurilor la nivelul asumat, din rezultatele obţinute în perioada de folosire a lor, atunci capitalul apare ca o sumă de imobilizări pe termen lung (peste un an) şi pe termen scurt (până la un an). În acest sens se poate aprecia dacă plasamentele realizate (pe perioade mai lungi sau mai scurte) au adus suficient surplus încât să se acopere cel puţin costul resurselor contractate. Deci capitalul real, definit după modalităţile de folosinţă (activul bilanţului), semnifică în esenţă două tipuri de plasament care se deosebesc între ele după ritmul de recuperare, adică de revenire în forma iniţială de disponibilitate aptă de a fi reinvestită (fig.nr.9). În aceste plasamente, valoarea rămâne fixată timp îndelungat într-o anumită formă materială, sau circulă îmbrăcând forme materiale succesive ajungând mult mai rapid la forma bănească.

<table>
<tr><td rowspan="6">Capital

Total</td><td rowspan="3">Capital fix</td><td rowspan="3">Active imobilizate</td><td>corporale</td></tr>
<tr><td>necorporale</td></tr>
<tr><td>financiare</td></tr>
<tr><td rowspan="3">Capital circulant</td><td rowspan="3">Active circulante</td><td>Stocuri</td></tr>
<tr><td>Creanţe şi valori realizabile în termen scurt</td></tr>
<tr><td>Disponibilităţi băneşti</td></tr>
</table>

Fig.nr.9 Capitalul real reflectat după modalităţile de utilizare (activul bilanţului)

Capitalul fictiv numit şi *capital financiar* este reprezentat de instrumentele prin care se constituie capitalul real respectiv acţiuni, obligaţiuni etc., sau care facilitează folosirea lui adică diverse titluri de credit precum şi efecte comerciale (cambii, bilete la ordin, cecuri etc.). Prin modul lor de

Scanned with OKEN Scanner

circulație capitalul fictiv poate contribui pozitiv sau negativ la surplusul monetar al firmei consecință a diferențelor înregistrate dintre prețurile de cumpărare şi de vânzare.

4.2. Metode şi resurse de constituire ale capitalurilor

În funcție de proveniența resurselor cu ajutorul cărora se constituie şi sporeşte capitalul întreprinderii, deosebim două modalități de finanțare:

- *finanțare internă şi*
- *finanțare externă.*

În cadrul celor două modalități se întâlnesc mai multe metode cu ajutorul cărora se mobilizează o diversitate de resurse care asigură procesele de finanțare.

Finanțarea internă se realizează atunci când se face apel la următoarele resurse:

- *profitul net sau profitul rămas după plata dividendelor,*
- *amortizarea activelor imobilizate, sume din valorificarea activelor imobilizate scoase din funcțiune sau din vânzarea celor de prisos*
- *fondurile asimilate celor proprii.*

Finanțarea externă presupune constituirea, iar ulterior sporirea capitalului firmei cu ajutorul:

- *aporturilor în natură sau în bani ale viitorilor proprietari, la care se pot adăuga sume din:*
- *contribuții ale statului, ale unor colectivități publice şi organisme specializate*
- *emisiunea şi vânzarea de noi acțiuni,*
- *emisiunea şi vânzarea de obligațiuni, contractarea de împrumuturi bancare, practicarea creditului comercial, sau a creditului leassing.*

Principalele metode de creare şi apoi de sporire a capitalului firmelor sunt:

- *metoda aportului în bani şi în natură,*
- *metoda autofinanțării,*
- *metoda creditării,*
- *metoda finanțării bugetare,*
- *finanțarea din fonduri europene nerambursabile.*

Scanned with OKEN Scanner

Practica economică contemporană impune şi alte metode între care cele mai frecvent folosite sunt:

- fuziunea, absorbţia sau comasarea,
- convertirea de creanţe în acţiuni,
- încorporarea de rezerve.

Tratarea conţinutului metodelor se va face după natura resurselor mobilizate, respectiv metode de constituire şi apoi sporire a capitalului social, apoi a capitalului propriu şi acelui permanent.

1. Metoda aportului în bani şi în natură permite constituirea capitalului social al întreprinderii. Finanţarea prin aportul de capital în numerar şi în natură conferă persoanei respective calitatea de asociat sau acţionar, adică de coproprietar al unei părţi din capitalul social. Acesta îşi va recupera fondurile investite în societatea comercială, după lichidarea acesteia, din partea rămasă după onorarea creditorilor. Recuperarea capitalurilor investite, înainte de lichidarea societăţii, se face prin vânzarea părţilor sau acţiunilor sale altor persoane.

Societăţile în nume colectiv, societăţile în comandită simplă precum şi societăţile cu răspundere limitată sunt asociaţii între un număr redus de parteneri şi fiecare în parte deţine sub forma părţilor sociale, o parte mai mare sau mai mică din capitalul societăţii. În aceste întreprinderi, asociaţii sunt legaţi prin contractul de societate, aşa încât ieşirea unui asociat din societate pune sub semnul întrebării menţinerea societăţii în nume colectiv sau în comandită simplă. În ceea ce priveşte societatea cu răspundere limitată, un asociat nu-şi poate vinde partea socială decât cu acordul celorlalţi asociaţi. Asistăm, aşadar, la un fel de personalizare a capitalului societăţii, dreptul de proprietate asupra capitalului sau asupra unei părţi din el neputând circula independent pe piaţa financiară. În cele trei tipuri de societăţi, noţiunii de capital real nu-i putem asocia şi noţiunea de capital financiar.

În ceea ce priveşte societăţile pe acţiuni şi societăţile în comandită pe acţiuni asistăm la o separare netă a proprietăţii societarilor (acţionarilor) asupra părţilor de capital social. Acţionarii îşi pot vinde acţiunile (dreptul de proprietate asupra unei părţi din capitalul social) în orice moment fără ca societatea să sufere vreo schimbare şi fără a fi nevoie de acordul celorlalţi acţionari. În acest caz, circulaţia dreptului de proprietate se manifestă în mod liber pe piaţa financiară. Constituirea capitalului social se face prin libera asociere a deţinătorilor de disponibilităţi băneşti sau bunuri (terenuri, clădiri, mijloace de transport, utilaje etc.) în număr limitat, stabilit prin statut sau prin subscripţie publică. În funcţie de nevoia de capital, imediată sau la termen,

Scanned with OKEN Scanner

întreprinderea utilizează o serie de instrumente financiare şi în acest sens emite *acţiuni, certificate de investiţii sau bonuri de subscripţie*. În legislaţia noastră, forma expresă prevăzută este subscrierea pe acţiuni.

Acţiunile sunt titluri de valoare care atestă dreptul de proprietate asupra capitalului social al deţinătorilor. Acestea oferă dreptul la încasarea în fiecare an a unui dividend în funcţie de mărimea profitului net realizat de întreprindere şi de proporţia de distribuire hotărâtă de Adunarea Generală a Acţionarilor. Mărimea anuală a dividendului nu este aceeaşi, din această cauză acţiunile sunt valori cu venit variabil. În statutul societăţii comerciale, acţionarii fondatori prevăd: *forma acţiunilor*, precum şi *valoarea nominală a acestora.*

Acţiunile pot fi de mai multe *forme* între care cele mai semnificative sunt: comune, preferate (preferenţiale), la purtător sau nominative. Acţiunile comune asigură deţinătorilor lor o participare deplină la câştigurile şi bogăţiile firmei, aceştia fiind adevăraţii proprietari ai firmei, cei care au drept de vot şi de decizie. Câştigurile, sub forma dividendelor nu sunt garantate, ele pot apare numai dacă firma realizează profit. Acţiunile preferate oferă în locul dreptului la vot, alte privilegii precum stabilirea mărimii dividendelor ce li se cuvin deţinătorilor, încă din momentul emiterii lor, prioritate atât în răscumpărarea de către firmă a acestor acţiuni, cât şi de rambursare a capitalului, în cazul dizolvării societăţii, dreptul de a le converti în acţiuni comune etc. Acţiunile nominative spre deosebire de cele la purtător conferă doar deţinătorilor nominalizaţi (în conţinutul lor) drepturile cuvenite, iar transferul către alte persoane trebuie menţionat în registrul societăţii.

Valoarea nominală este plătită, de regulă, de acţionari la înfiinţarea societăţii, deoarece ulterior, prin subscripţie publică pe piaţa financiară, în funcţie de cererea şi oferta de acţiuni, se stabileşte un preţ, sau curs al acţiunilor, mai mic sau mai mare decât aceasta. Subscrierea la înfiinţarea societăţii comerciale se face conform prevederilor Legii nr.31/1990, prin vărsarea a cel puţin 30% din capitalul subscris, imediat, urmând ca restul de 70% să fie vărsat într-un anumit termen, prevăzut în prospectul de emisiune. Nevărsarea diferenţei la termen atrage după sine pierderea calităţii de acţionar. Capitalul social prevăzut la înfiinţarea societăţii comerciale poate fi modificat ulterior, în funcţie de necesităţile şi politica de finanţare a acesteia.

Certificatele de investiţii sunt în realitate titluri imobiliare duble: certificate de investitor (echivalentul incomplet al acţiunii) şi certificate de drept de vot. Acestea conduc la mărirea capitalului social dar nu modifică puterea de decizie a acţionarilor existenti, deoarece certificatul de investitor se distribuie aducătorului de capital, dându-i dreptul la dividend, iar certificatul de drept de

Scanned with OKEN Scanner

vot se distribuie acţionarilor existenţi. Răscumpărarea certificatului de drept de vot conduce la reconstituirea acţiunii, iar deţinătorul certificatului de investitor devine acţionar.

Bonurile de subscripţie reprezintă un mod de finanţare în viitor, deţinătorul lor putând subscrie oricând într-un termen de maxim cinci ani, la un preţ fixat dinainte.

Dacă aportul de capital este în natură (terenuri, utilaje, clădiri etc.) este necesară evaluarea acestuia. Evaluarea este justificată, deoarece aportul fiecărui coproprietar la constituirea capitalului social este importantă sub două aspecte:

- ca participare la crearea factorilor de producţie şi
- ca suport a stabilirii geografiei puterii; numărul de acţiuni (părţi sociale) atribuite aportatorului conferă acestuia un număr de voturi, deci o anumită forţă în procesul fundamentării deciziilor. Evaluarea permite ca împărţirea puterii să se realizeze cu ajutorul unor unităţi de măsură comune, respectiv unităţile monetare, atât în cazul aporturilor în bani cât şi în natură.

2. În cazul sporirii capitalului social se poate recurge la *noi aporturi şi la emisiunea de noi acţiuni.* Emisiunea de noi acţiuni este în general o metodă nu prea agreată de vechii acţionari deoarece, prin apariţia noilor acţionari, pot pierde controlul şi administrarea societăţii. Din această cauză, metoda reprezintă o soluţie "in extremis" folosită după epuizarea celorlalte posibilităţi de finanţare. Noile actiuni se oferă în primul rând spre subscriere acţionarilor existenţi, proporţional cu numărul acţiunilor pe care le deţin, într-un anumit termen. Dacă aceştia nu-şi exercită dreptul de preferinţă în interiorul acestui termen, acţiunile se pun în vânzare prin negociere pe piaţa financiară, prin subscripţie publică. Modul de subscriere a noilor acţiuni, respectiv prin aport în numerar sau în natură, produce influenţe financiare în activitatea întreprinderii.

În cazul aportului în numerar se realizează o îmbunătăţire a structurii financiare în sensul modificării raportului dintre capitalurile proprii şi cele împrumutate, în favoarea celor dintâi. Prin creşterea capitalului social are loc o sporire a fondului de rulment net şi a lichidităţii întreprinderii.

În cazul aportului în natură sporesc atât fondul de rulment cât şi activele imobilizate, deci echilibrul anterior rămâne în prima fază neschimbat. Creşterea capacităţii de producţie sau de comercializare, prin încorporarea noilor imobilizări corporale conduce, de regulă, la sporirea necesarului de active circulante, adică a necesarului de fond de rulment (stocuri, creanţe), fapt ce implică asigurarea resurselor suplimentare, fie prin emisiunea de alte acţiuni în numerar, fie prin resurse împrumutate.

Scanned with OKEN Scanner

Punerea în circulaţie a acţiunilor se realizează, de regulă, prin intermediul unor bănci comerciale cu sucursale şi filiale pe întreg teritoriul, sau prin intermediul unor ghişee speciale, înfiinţate în cadrul oficiilor poştale. În vederea rapidităţii subscrierii mai multe bănci pot forma *Sindicate financiare de emisiune*, care funcţie de răspunderile asumate pot fi:

- sindicate de plasament, care nu-şi asumă responsabilitatea vânzării integrale a emisiunii, ele intermediind plasamentul între firma emitentă de acţiuni şi potenţialii cumpărători. În schimbul acestui serviciu, ele încasează un comision de plasament;
- sindicate de angajare fermă, care subscriu întreaga emisiune, după care o plasează pe cont propriu pe piaţa financiară, câştigând din diferenţa de preţ;
- sindicate de garantare, care asigură vânzarea integrală a emisiunii. În situaţia în care nu reuşesc vânzarea întregii emisiuni, atunci ele subscriu partea nevândută. Câştigul lor provine din comisionul de garantare mai mare decât comisionul de plasament.

Majorările de capital prin aporturi noi în numerar pot fi realizate pe două căi, fie:

- prin aport suplimentar numai de la vechii acţionari, caz în care se procedează la o majorare a valorii nominale a acţiunilor deja existente. Această soluţie întâmpină obstacole date de faptul că este greu ca toţi acţionarii să consimtă să-şi aducă aportul lor la majorarea capitalului social;
- prin emiterea de noi actiuni la care să poată subscrie atât vechii acţionari cât şi alţii noi. Această soluţie este mai des practicată deoarece impune un preţ de emisiune, permite ocrotirea vechilor acţionari, plasarea acţiunilor etc.

Emisiunea de noi acţiuni poate determina apariţia procesului de diluare a bogăţiei (capitalului) pe acţionar, a profitului pe o acţiune precum şi a puterii exercitate de acţionari. Valoarea bursieră a întreprinderii după emisiunea de noi acţiuni este:

$$N \times P_0 + n \times E, \text{ iar o acţiune valorează:}$$

$$\frac{N \times P_0 + n \times E}{N + n}$$

unde E este preţul de emisiune,
N reprezintă numărul de acţiuni vechi,
n reprezintă numărul de acţiuni noi,
P_0 este preţul la bursă al acţiunii vechi.

Scanned with OKEN Scanner

Valoarea acestei acţiuni este mai mică decât preţul (cursul) la bursă, iar diferenţa este:

$$P_0 - \frac{N \times P_0 + n \times E}{N + n}$$

Acţionarul vechi pierde această diferenţă pentru fiecare titlu, deci îşi diluiază bogăţia. Din această cauză, legislatorul acordă vechilor acţionari un drept preferenţial de subscripţie asupra acţiunilor noi, egal cu pierderea constatată. Aceştia pot să achiziţioneze acţiunile noi la preţul de emisiune numai într-un număr proporţional cu titlurile pe care le deţin deja, calculat pe baza raportului: $\frac{N}{n}$.

Un cumpărător care nu este acţionar, pentru a putea achiziţiona o acţiune nouă, trebuie să cumpere mai întâi un anumit număr de drepturi preferenţiale de subscripţie de la acţionarii vechi, care este egal cu raportul: $\frac{N}{n}$ şi apoi să achite preţul de emisiune. Noul acţionar achită deci preţul de emisiune plus un număr de drepturi preferenţiale pentru a deţine o acţiune. Dreptul de subscripţie (D_s) se calculează cu ajutorul relaţiei:

$$D_S = \frac{n}{N+n}(P_0 - E) \quad sau,$$

$$D_S = P_0 - \frac{N \times P_0 + n \times E}{N + n}$$

Vechiul acţionar are două variante: să subscrie la numărul corespunzător de titluri, sau să vândă drepturile de subscripţie, astfel că el nu pierde, dar nici nu câştigă. Existenţa dreptului preferenţial de subscripţie este justificată şi de faptul că întreprinderea şi-a creat nişte rezerve, în timpul exerciţiilor anterioare, la care noii acţionari nu şi-au adus contribuţia. Acest drept se atribuie de adunarea generală care poate hotărî să nu-l acorde, dacă preţul de emisiune pentru noile acţiuni depăşeşte cu mult valoarea nominală a acestora. Dreptul preferenţial se prezintă sub forma unui cupon sau bon pe care se înscrie "drept de subscriere", iar în cazul vânzării face obiectul unor cotaţii la bursă fiind supus raportului cerere-ofertă. Cursul bursier al dreptului de subscriere depinde de o serie de factori:

- preţul de emisiune a cărui limită inferioară este valoarea nominală, iar cea superioară este cursul la bursă al acţiunii noi;
- preţul de bursă al acţiunilor vechi, a cărui influenţă este: cu cât diferenţa dintre acesta şi preţul de emisiune al noilor acţiuni este mai mare cu atât

Scanned with OKEN Scanner

este mai mare şi cursul (preţul) dreptului de subscriere;

- rata de subscriere dată de relaţia "număr de acţiuni vechi pentru achiziţionarea uneia noi";
- situaţia generală de pe piaţa capitalurilor caracterizată prin existenţa lichidităţilor şi a dorinţei de investiţie.

Diluarea beneficiului pe o acţiune apare atunci când beneficiul nu sporeşte direct proporţional cu numărul titlurilor emise. Mărimea diluării poate fi determinată cu relaţia:

$$\frac{\text{Beneficiul total inainte de emisiune}}{\textit{Numar actiuni} \text{ vechi (N)}} - \frac{\text{Beneficiul total dupa emisiune}}{\textit{Numar} \text{ actiuni vechi (N)} + \text{Numar actiuni noi (n)}}$$

Diluarea puterii are loc în condiţiile în care acţionarii vechi nu pot cumpăra noi acţiuni ceea ce echivalează cu pierderea controlului firmei. În cazul majorărilor de capital în numerar, când acţionarii varsă o sumă mai mare decât valoarea nominală a acţiunii, apare un excedent denumit *primă de emisiune.* Această primă are rolul de a acoperi cheltuielile de emisiune şi de a evita lansarea pe piaţă a unui număr prea mare de acţiuni.

Aplicaţie

O societate comercială are un capital social de 100 miliarde lei format din 50 milioane acţiuni cu valoarea bursieră de 3000 lei/acţiune. Societatea îşi planifică obţinerea de fonduri de 25 miliarde lei emiţând acţiuni la un preţ de 2500 lei/acţiune. Să se precizeze care este valoarea unui drept de subscriere şi cum trebuie să procedeze un acţionar pentru a intra în posesia unei acţiuni emise.

Rezolvare

Pentru a afla numărul acţiunilor oferite spre subscriere împărţim totalul fondurilor de obţinut la preţul de emisiune:

$$n = \frac{25.000.000.000 lei}{2.500 lei / actiune} = 10 \text{ milioane acţiuni}$$

Valoarea totală de piaţă a acţiunilor vechi era de:

50 milioane acţiuni x 3.000 lei/actiune = 150 miliarde lei

Prin vânzarea noilor acţiuni societatea obţine o sumă suplimentară de 25 miliarde lei. Presupunând că valoarea de piaţă a acţiunilor creşte exact cu aceste 25 miliarde lei (drepturile de subscriere fiind exercitate integral) noua valoare totală de piaţă a acţiunilor comune va fi de 150+25=175 miliarde lei. Împărţind această valoare la noul număr total de acţiuni (50+10=60 milioane) obţinem că noua valoare de piaţă a unei acţiuni este de:

Scanned with OKEN Scanner

$$\frac{175 miliarde}{60 milioane} = 2.916,67 \text{ lei/acțiune}$$

Deci, după realizarea emisiunii, prețul unei acțiuni comune va scădea de la 3.000 lei/acțiune la 2.916,67 lei/acțiune.

Valoarea unui drept preferențial de subscriere care compensează pierderea teoretică de capital a vechilor acționari va fi egală cu:

$$DS = P_0 - P_1 = 3.000 - 2.916,67 = 83,33 lei / drept$$

Numărul de drepturi de subscriere necesar pentru a cumpăra o nouă acțiune se obține prin împărțirea numărului acțiunilor aflate în circulație la numărul noilor acțiuni:

$$n_{DS} = \frac{N}{n} = \frac{50}{10} = 5 \text{ drepturi}$$

Un acționar trebuie, deci, să predea cinci drepturi de subscriere și să plătească prețul de emisiune de 2.500 lei/acțiune pentru a primi o acțiune nou emisă care are în final o valoare de 2.916,67 lei.

3. *Încorporarea de rezerve* este o altă metodă de sporire a capitalului social care însă nu aduce resurse financiare noi pentru întreprindere, deoarece fondurile de rezervă s-au constituit de-a lungul anilor din beneficiile nerepartizate ca dividende. În momentul aplicării metodei aceste resurse financiare deja există, fiind de altfel angajate în procesele economice ale întreprinderii. Când rezervele devin importante, întreprinderea procedează adesea la încorporarea lor în capitalul social. Creşterea capitalului social se realizează prin reducerea cu aceeaşi sumă a rezervelor, rezultatelor şi fondurilor proprii. Metoda poate fi pusă în aplicare pe două căi, fie:

- prin creşterea valorii nominale a acțiunilor existente,
- prin emisiunea de acțiuni care se împart gratuit acționarilor vechi.

Influențele financiare sunt diferite în cele două variante astfel:

- în cazul creşterii valorii nominale a acțiunilor se modifică rata dividendului pe acțiune nu şi dividendul ca atare;
- în situația ofertei suplimentare de acțiuni se poate ajunge la scăderea cursului acțiunilor. Prețul acțiunilor firmei după mărirea numărului lor (P_1) se calculează cu relația:

$$P_1 = \frac{N \times P_0}{N + n}, \quad unde$$

N x P_0 este valoarea bursieră a întreprinderii.

Diferența dintre valoarea la bursă (prețul) unei acțiuni înainte de

Scanned with OKEN Scanner

emisiune şi valoarea acesteia după emisiune reprezintă teoretic valoarea *dreptului de atribuire* egală cu pierderea pe care o suferă acţionarul prin emisiunea de acţiuni gratuite. Valoarea teoretică a dreptului de atribuire se stabileşte plecând de la dreptul de subscripţie în care preţul de emisiune are valoarea zero. Prin distribuirea de acţiuni gratuite, situaţia bogăţiei acţionarilor rămâne neschimbată, se modifică doar numărul de titluri, care sporind, face ca bogăţia să fie repartizată pe mai multe acţiuni. Acţionarul speră ca preţul (cursul) la bursă al acţiunilor să rămână acelaşi, ceea ce ar avea ca efect o îmbogăţire. Acţionarul nu riscă reducerea beneficiului, ci doar repartizarea acestuia pe un număr mai mare de acţiuni. Puterea şi controlul actionarului asupra societăţii se întăresc ca efect al deţinerii unui număr mai mare de titluri.

Aplicaţie

O societate comercială are un capital social de 100 miliarde lei format din 50 milioane acţiuni şi rezerve de 40 miliarde lei. Se decide creşterea capitalului social prin încorporarea a 50% din totalul rezervelor constituite emiţându-se 10 milioane acţiuni cu valoarea nominală de 2.000 lei/acţiune. Ştiind că valoarea bursieră a acţiunilor este de 3.000 lei/acţiune să se precizeze cum se modifică valoarea acţiunilor după emisiunea de acţiuni gratuite şi care este valoarea dreptului de atribuire de acţiuni

Rezolvare

Valoarea de piaţă a acţiunilor vechi era de:

50 milioane acţiuni x 3.000 lei/acţiune = 150 miliarde lei

Prin oferirea de acţiuni gratuite acţionarilor existenţi această valoarea totală de piaţă rămâne neschimbată, dar ceea ce se modifică este numărul acţiunilor aflate în circulaţie (50+10=60 milioane acţiuni). De aici rezultă că noul curs al acţiunilor în urma încorporării rezervelor este:

$$P_1 = \frac{150 miliarde}{60 milioane} = 2.500 lei / actiune$$

Deci, cursul bursier al acţiunilor a scăzut cu 3.000-2.500=500 lei/acţiune.

Prin urmare, valoarea dreptului de atribuire de acţiuni gratuite care compensează această pierdere suferită de acţionar este:

$$DA = P_0 - P_1 = 500 lei / drept \text{ sau}$$

$$DA = \frac{n \times P_0}{N + n} = \frac{10.000.000 \times 3.000}{60.000.000} = 500 lei / drept$$

Scanned with OKEN Scanner

Noua mărime a capitalului social în urma încorporării rezervelor este de 100+50% x 40=120 miliarde lei, fiind format din 60 milioane acţiuni cu valoarea nominală de 2.000 lei/acţiune şi valoarea bursieră de 2.500 lei/acţiune.

4. *Consolidarea datoriilor întreprinderii* este o metodă prin care capitalul social creşte prin încorporarea în acesta a datoriilor pe care firma, în cauză, le are faţă de diverşi parteneri. Metoda se întâlneşte şi atunci când are loc transformarea datoriilor pe termen scurt în datorii pe termen mediu şi lung, caz în care sporeşte capitalul permanent. Creşterea capitalului social prin încorporarea datoriilor se face numai cu acceptul furnizorilor şi creditorilor firmei, dar şi al acţionarilor existenţi, care trebuie să renunţe la dreptul lor preferenţial de subscriere. Aplicarea metodei are ca efect creşterea fondului de rulment datorită faptului că sporirea capitalului social, poate fi asimilată fie unei emisiuni de acţiuni în numerar, dacă este vorba de creanţe lichide, fie creşterii prin aport în natură, dacă sunt creanţe de acest fel faţă de furnizori. Forma consacrată de transformare a datoriilor în capital social este conversia obligaţiunilor în acţiuni pe baza unei proporţii stabilită din momentul emiterii obligaţiunilor convertibile. Creşterea numărului de acţiuni dă naştere "efectului de diluare", prin scăderea profitului pe o acţiune.

5. *Fuziunea şi absorbţia totală sau parţială* a întreprinderilor reprezintă metode des întâlnite în economia contemporană, caracterizată prin mondializarea producţiei şi a pieţelor. Consecinţa folosirii acestor metode o reprezintă cumularea capitalurilor sociale (părţilor de capital) ale societăţilor fuzionate sau absorbite. Privite din perspectiva folosirii capitalurilor în procesele economice, metodele pot conduce la rezultate mult mai bune decât suma rezultatelor obţinute individual de fiecare întreprindere, înainte de producerea fuziunii sau absorbţiei.

6. *Autofinanţarea* este o metodă de creştere a capitalului propriu al întreprinderii şi se caracterizează prin reţinerea de către întreprinderi a unei părţi din rezultatele obţinute din desfăşurarea activităţii lor. Ea este considerată ca metodă de bază în constituirea capitalurilor întreprinderii, care însă în condiţiile unei dezvoltări de mari proporţii poate fi insuficientă, impunându-se folosirea ei împreună cu alte metode[1]. Ponderea participării autofinanţării la constituirea capitalurilor firmei depinde, în principal, de:

- capacitatea acesteia de a produce profit;

[1] Bistriceanu Gh.ş.a. - Op.cit., pag.84

Scanned with OKEN Scanner

- hotărârea proprietarilor de repartizare a unei anumite părţi sau a totalităţii profitului net pentru acumulare, în detrimentul dividendelor;
- mărimea amortizării determinată la rându-i, de valoarea de inventar a mijloacelor fixe şi de sistemul de calcul a amortizării folosit de întreprindere.

Din punct de vedere a sferei resurselor mobilizate în autofinanţare, în teorie sunt utilizate mai multe noţiuni[1]:

- autofinanţarea netă care presupune utilizarea doar a unei părţi din profitul net, rămasă după plata dividendelor;
- autofinanţarea de menţinere realizată cu participarea numai a amortizării mijloacelor fixe;
- autofinanţarea totală (brută), dacă sunt angajate resursele menţionate anterior;
- marja brută de autofinanţare (cash-flow) care exprimă capacitatea întreprinderii de a mobiliza, alături de amortizarea întregului profit net pentru dezvoltare.

Din punct de vedere al momentului alocării resurselor proprii faţă de cel al utilizării lor, autofinanţarea mai poate fi:

- imediată, situaţie în care întreprinderea este capabilă să angajeze încă de la început resurse proprii;
- amânată, atunci când firma nu are suficiente resurse proprii şi este nevoită să apeleze, pentru început, la cele împrumutate. Ulterior, odată cu restituirea împrumuturilor, cu ajutorul profitului sau a amortizării, întreprinderea înlocuieşte capitalul împrumutat cu cel propriu. Unii autori contestă formularea noţiunii de autofinanţare "amânată", datorită faptului că absenţa resurselor proprii şi înlocuirea lor, cel puţin în prima fază a procesului investiţional cu cele împrumutate, presupune de fapt - aplicarea unei alte metode de creare a capitalurilor, respectiv a *metodei creditării.* Autofinanţarea apare doar atunci când se stinge obligaţia către împrumutător prin intermediul resurselor proprii.

Autofinanţarea asigură independenţa decizională şi autonomia financiară a întreprinderii. Folosirea însă în mod exclusiv a autofinanţării subordonează dezvoltarea întreprinderii de rezultatele activităţii proprii, o rupe de piaţa financiară şi îi micşorează flexibilitatea ofensivă. Această metodă este preferabilă creditării atunci când rata dobânzii este mai mare decât rata

---

[1] Voinea Gh. - Autonomia financiară şi autofinanţarea, în Revista finanţe, credit, contabilitate nr.5/1992, p.21.

Scanned with OKEN Scanner

dividendului, cerută de acţionari precum şi de cât rata estimată a rentabilităţii economice a investiţiilor planificate. Efectele benefice ale autofinanţării sunt evidente însă atunci când rentabilitatea noilor proiecte de investiţii depăşeşte pretenţiile de remunerare ale proprietarilor.

Aplicaţie

La sfârşitul unui exerciţiu financiar o societate comercială a înregistrat venituri totale de 200 miliarde lei şi cheltuieli totale de 180 miliarde lei, din care cheltuieli cu amortizarea mijloacelor fixe – 6 miliarde lei.

Ştiind că profitul net este repartizat în proporţie de 40% ca dividende şi 60% pentru dezvoltarea întreprinderii să se calculeze autofinanţarea brută şi capacitatea de autofinanţare ale societăţii analizate.

Rezolvare

Profitul brut al exerciţiului se determină ca diferenţă între veniturile totale şi cheltuielile totale: 200 – 180 = 20 miliarde lei.

Întrucât societatea plăteşte un impozit pe profit în rată de 25% rezultă că profitul net al acesteia va fi egal cu: 20 – 25% x 20 = 15 miliarde lei. Din cele 15 miliarde lei, 40%, adică 6 miliarde lei sunt repartizate ca dividende, iar 60%, adică 9 miliarde lei sunt destinate dezvoltării întreprinderii.

În aceste condiţii, autofinanţarea brută a societăţii analizate, adică suma dintre autofinanţarea netă şi autofinanţarea de menţinere va fi egală cu:

9 + 6 = 15 miliarde lei

Capacitatea de autofinanţare (marja brută de autofinanţare) se obţine adăugând la autofinanţarea brută mărimea dividendelor distribuite:

15 + 6 = 21 miliarde lei.

Un alt mod de stabilire a capacităţii de autofinanţare are în vedere caracterul acesteia de surplus al încasărilor asupra plăţilor efectuate de societate. Întrucât încasările potenţiale obţinute de întreprindere sunt de 200 miliarde lei, iar plăţile băneşti determinate de activitatea întreprinderii reprezintă suma dintre cheltuielile totale (excluzând cheltuielile cu amortizarea mijloacelor fixe) şi impozitul pe profit, adică (180-6)+5=179 miliarde lei, rezultă că marja brută de autofinanţare va fi egală cu 200 - 179= 21 miliarde lei.

7. *Creditarea* este metoda prin care se formează capitalurile împrumutate. Aceste capitaluri au caracter rambursabil şi sunt purtătoare de dobânzi care afectează profitul întreprinderii. De pe piaţa capitalurilor pot fi contractate împrumuturi: *pe termen mijlociu şi lung* şi/sau *pe termen scurt.*

I. *Împrumuturile pe termen mijlociu şi lung* au o scadenţă mai mare de

Scanned with OKEN Scanner

un an şi au rolul de a finanţa cu deosebire activele imobilizate. Capitalurile constituite din capitalurile proprii la care se adaugă capitalurile create din împrumuturi pe termen mijlociu şi lung sunt numite capitaluri permanente. Capitalurile permanente sunt constituite din resurse care se caracterizează prin faptul că sunt la dispoziţia întreprinderii o perioadă îndelungată. Capitalul propriu poate fi considerat din acest punct de vedere nucleul din care se constituie capitalul permanent deoarece provine din resursa cea mai stabilă a întreprinderii; resursa proprie care este folosită de aceasta atât cât există firma. Din acest motiv folosirea împrumuturilor pe termen mijlociu şi lung o considerăm ca o metodă de sporire a capitalurilor permanente. În ţara noastră sunt considerate împrumuturi pe termen lung cele ale căror scadenţă depăşesc 5 ani. Capitalurile permanente sunt preferabile capitalurilor constituite pe baza împrumuturilor pe termen scurt deoarece pot fi structurate mai uşor astfel încât scadenţa lui să coincidă cu viaţa economică a activului ce urmează să fie finanţat. În felul acesta fluxurile monetare pozitive (încasările) generate de procesele economice de utilizare a activelor create prin investiţii (cu ajutorul capitalului împrumutat pe termen lung şi mijlociu) pot servi la rambursarea ratelor de împrumut. Sporirea capitalului permanent prin contractarea de împrumuturi pe termen lung poate fi realizată prin:

A. - obţinerea împrumutului în urma negocierii directe cu o bancă;

B. - emisiunea de obligaţiuni;

C. - credit bail.

A. În cazul împrumuturilor contractate cu o bancă sau cu o altă instituţie financiară (societate de asigurare, fond mutual etc.) trebuiesc avuţi în vedere trei factori: **a)** costul capitalului, **b)** garanţiile cerute de creditor, **c)** modul şi termenele de rambursare. Comparativ cu împrumutul obligatar, împrumutul bancar pe termen mijlociu si lung oferă trei mari avantaje: rapiditate, flexibilitate în utilizare şi costuri de obţinere relativ reduse.

a. Rapiditatea rezidă din faptul că firma negociază direct cu cei care acordă creditele, apoi suportă cheltuieli de obţinere relativ mici şi realizează operaţiuni şi documente formale mai puţine decât în cazul unei emisiuni de obligaţiuni. Sporirea capitalului permanent prin împrumut bancar pe termen mijlociu şi lung asigură, pe de o parte, accesul la împrumut mult mai rapid, iar pe de altă parte, o flexibilitate viitoare mai mare deoarece permite vehicularea mai uşoară a condiţiilor legate de împrumut datorită faptului că se negociază cu un împrumutător şi nu cu o mulţime de obligatari care pot avea interese nu întotdeauna convergente. Rata dobânzii pentru creditul bancar pe termen mijlociu şi lung poate fi variabilă sau fixă pe întreaga perioadă de acordare a

Scanned with OKEN Scanner

creditului. Rata variabilă este stabilită, de regulă, cu un anumit număr de puncte peste dobânda bancară de referinţă, rata obligaţiunilor emise de stat, sau rata oferită interbănci la Londra (LIBOR). Aceasta se ajustează anual, trimestrial, lunar sau pe baza altor date specificate în contractul de credit. Rata fixă se află în general aproape de rata dobânzii obligaţiunilor cu aceeaşi scadenţă şi risc ca cele ale împrumutului bancar.

b. Majoritatea creditelor pe termen mijlociu şi lung sunt garantate, iar contractele de împrumut prevăd şi acorduri restrictive (pozitive sau negative) care să dea o mai mare certitudine în legătură cu recuperarea împrumutului. Acordarea împrumutului se realizează pe baza garanţiilor şi a unei documentaţii tehnico-economice bine fundamentate. Garanţiile sunt fie sub forma:

a) ipotecii asupra unor bunuri imobile prin definiţie (clădiri, construcţii, terenuri etc.) sau prin destinaţie (instalaţii fixate în spaţiu, furnale, forje, cuptoare etc.);

b) gajului asupra unor bunuri mobile - fără deposedare - (maşini, utilaje) aflate în proprietatea împrumutatului, valorificabile pe piaţă, sau - cu deposedare - (acţiuni, obligaţiuni, metale preţioase);

c) cesiunii de creanţă privind drepturi de încasat rezultate din contracte ferme de livrare a produselor către parteneri cu bonitate recunoscută de bancă, a *cesiunii drepturilor de despăgubire* din asigurările care constituie o garanţie suplimentară a băncii pentru bunuri ipotecate sau gajate;

d) scrisorilor de garanţie emise de bănci sau instituţii financiare din ţară şi străinătate.

Documentaţia tehnico-economică întocmită cu acest prilej cuprinde: a)memorii justificative pentru listele de utilaje; b)studiul de fezabilitate bazat pe analiza propriei activităţi şi a perspectivelor sale; c)proiecţia resurselor şi a utilizării lor până la rambursarea creditului; d)ultimul bilanţ încheiat şi e)documentele prin care se atestă proprietatea şi neafectarea bunurilor constituite drept garanţii[1].

Sporirea capitalului permanent prin împrumuturi pe termen mijlociu şi lung este folosit în primul rând pentru finanţarea investiţiilor în active imobilizate însă şi în finanţarea activităţii de exploatare dacă necesarul de resurse pentru crearea activelor circulante este pe termen relativ lung, dar nu permanent. În felul acesta se evită crearea imobilizărilor de resurse proprii, dacă activitatea de exploatare se restrânge, iar finanţarea se face doar din aceste resurse. Restituirea împrumutului pe termen mijlociu şi lung se face, în general,

[1] M.Opriţescu, ş.a. - Op.cit., p.36

Scanned with OKEN Scanner

în rate egale periodice. În această situație se reduce riscul creditorului de a-şi recupera împrumutul comparativ cu modul de rambursare într-o singură sumă. În contractul de credit pe termen mijlociu şi lung se poate prevede şi o perioadă de grație (de vacanță) în care nu trebuiesc rambursate ratele ci doar dobânzile. În cazul existenței unei perioade de grație, dobânda totală (D) se calculează cu ajutorul relației:

$$D = \frac{C \times t \times d}{T \times 100}, \text{ unde:}$$

C este împrumutul acordat, t este perioada de acordare, d este rata anuală a dobânzii, iar T poate fi exprimat ca 360 zile sau ca 12 luni.

B. Capitalul permanent poate fi sporit şi cu ajutorul emisiunii de obligațiuni. Obligațiunea reprezintă un titlu de credit deoarece exprimă pe de o parte, angajamentul emitentului ca în schimbul sumelor primite (din vânzarea obligațiunilor) să ofere deținătorilor garanția plății unor dobânzi precum şi a răscumpărării titlului respectiv, la termene dinainte stabilite, iar pe de altă parte, datoria obligatarului ca în schimbul câştigului promis să furnizeze mijloacele băneşti negociate odată cu livrarea obligațiunilor. Deci, firma se împrumută, prin încasarea de la deținătorii de disponibilități băneşti a contravalorii obligațiunilor vândute şi restituie împrumutul prin plata dobânzilor şi răscumpărarea acestor hârtii de valoare. Obligațiunea face parte din categoria valorilor mobiliare pe termen lung. Ea este oferită investitorilor spre cumpărare fiind însoțită de un prospect. Prospectul poate fi considerat o înştiințare sau o invitație prin care se oferă publicului posibilitatea subscrierii sau cumpărării unor acțiuni sau obligațiuni emise de firmă. Legislația din țara noastră (art.119, din Legea 31/1990) prevede pentru întreprinderile româneşti ca emisiunea de obligațiuni să se facă pe baza unui prospect de emisiune publicat, cu viza instanței judecătoreşti în raza căreia întreprinderea îşi are sediul, în care trebuie să se evidențieze mărimea capitalului social şi a rezervelor, suma totală a obligațiunilor care au fost emise şi care urmează să se emită, situația patrimoniului după bilanțul aprobat, valoarea nominală a obligațiunilor şi dobânda lor, dacă sunt nominative sau la purtător, sarcinile care grevează imobilele societății etc. Menționăm, totuşi că din diverse motive firmele româneşti practică această modalitate puțin sau aproape deloc. În conformitate cu art.118 din legea 31/1990, societățile pe acțiuni pot emite obligațiuni nominative sau la purtător pentru o sumă de până la trei pătrimi din capitalul social vărsat, existent în ultimul bilanț. Ele trebuie să fie de o valoare egală, pentru a acorda posesorilor lor drepturi egale. Emisiunea de obligațiuni

Scanned with OKEN Scanner

este hotărâtă de Adunarea generală a acţionarilor şi nu de Consiliul de administraţie sau de managerul întreprinderii, întrucât legiuitorul urmăreşte să protejeze subscriitorii de obligaţiuni de societăţile comerciale care nu oferă toate garanţiile necesare rambursării împrumutului. Firma emitentă de obligaţiuni trebuie să înştiinţeze de acest fapt Oficiul de Evidenţă a Valorilor Mobiliare din cadrul Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare care verifică respectarea legislaţiei în vigoare. În acest scop firma emitentă va depune la O.E.V.M. în termen de 10 zile de la încheierea ofertei următoarele documente:

- o cerere de înregistrare a obligaţiunilor emise;
- date despre firma emitentă şi valorile mobiliare emise.

După înfăptuirea emisiunii, subscrierea şi punerea efectivă în circulaţie a obligaţiunilor, firma emitentă este obligată să întocmească rapoarte semestriale iar dacă intervin evenimente importante chiar rapoarte curente pe care să le depună la Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare şi deţinătorilor de obligaţiuni. Aceste rapoarte trebuie să vizeze activitatea economico-financiară a firmei emitente. Emisiunea de obligaţiuni poate fi publică sau privată. Principala diferenţă între cele două genuri de emisiuni constă în aceea că emisiunea privată este plasată la o instituţie creditoare şi nu direct publicului. Deţinătorul obligaţiunii este un creditor al firmei emitente şi are prioritate de a fi plătit, în caz de faliment, faţă de acţionari.

Obligaţiunea se caracterizează prin:

- *valoarea emisiunii de obligaţiuni* care exprimă nevoile de resurse pentru investiţii ale firmei şi care nu trebuie, conform reglementărilor din ţara noastră, să depăşească trei pătrimi din capitalul social vărsat la momentul emisiunii;
- *durata împrumutului* stabilită în funcţie de nevoile de finanţat, de persistenţa în timp a lor, dar şi de condiţiile pieţei (dacă rata dobânzii este mare, termenul este mai scurt şi invers);
- *rata dobânzii* este o rată a venitului promis anual investitorilor în obligaţiuni. Ea este înscrisă pe titlul de valoare şi este în funcţie de rata dobânzii pe piaţa financiară, de riscul estimat în activitatea firmei, de randamentul cerut de investitori şi durata împrumutului;
- *valoarea nominală a obligaţiunii* este înscrisă şi ea pe titlu, iar pe baza acesteia se calculează dobânda anuală sau semestrială sub formă de cupoane;
- *preţul de emisiune* este suma plătită de un investitor pentru a cumpăra o obligaţiune. Acesta poate fi mai mare (cu prima de emisiune), egal sau mai mic (cu discount) decât valoarea nominală;

Scanned with OKEN Scanner

- *preţul de rambursare* este preţul pe care firma emitentă îl plăteşte la scadenţă deţinătorului obligaţiunii. El poate fi egal sau mai mare (cu prima de rambursare) decât valoarea nominală a obligaţiunilor.

Obligaţiunile pot fi de mai multe feluri. Astfel după *modul de rambursare a datoriei*, obligaţiunile se pot ordona în: clasice (simple), convertibile în acţiuni, schimbabile, convertibile în orice moment.

- Obligaţiunile clasice (simple) prezintă caracteristicile generale ale obligaţiunii: au o dobândă fixă, sunt emise pe termen lung, iar rambursarea se face la valoarea nominală care, de regulă, este egală cu preţul de emisiune. Obligaţiunile clasice pot fi după *forma de prezentare* nominative sau la purtător. Dacă se are în vedere *locul de contractare* a împrumutului atunci obligaţiunile clasice se pot grupa în interne, externe sau euroobligaţiuni.
- Obligaţiunile convertibile sunt vândute la emitere ca obligaţiuni cu o anumită rată a dobânzii însă oferă posibilitatea schimbării lor, într-un anumit termen, în acţiuni comune la un preţ determinat.

Emisiunea unor astfel de obligaţiuni se face numai cu autorizarea Adunării Generale a Acţionarilor, deoarece vechii acţionari trebuie să renunţe la dreptul lor preferenţial de subscripţie în viitor la acţiuni, în favoarea deţinătorilor de obligaţiuni convertibile. De aceea, subscrierea la obligaţiunile convertibile este rezervată acţionarilor şi numai soldul rămas nesubscris se oferă altor deţinatori de disponibilităţi băneşti. În practică, cel mai adesea, obligaţiunile convertibile sunt puse în vânzare direct în public, la o valoare nominală mai mare decât cursul din acel moment al acţiunilor. În acest caz, dreptul de preferinţă al acţionarilor devine nul. Pentru firmă folosirea unui asemenea gen de obligaţiune este avantajoasă, pe de o parte, că întăreşte structura capitalului iar pe de altă parte, ca urmare a deductibilităţii fiscale a dobânzii care reduce costul capitalului. Pentru deţinătorul unei obligaţiuni convertibile avantajul constă în posibilitatea de alegere dintre două opţiuni, pe cea mai favorabilă lui:

- dacă firma se află într-o situaţie favorabilă şi preţul acţiunii creşte, atunci el realizează conversia;
- dacă nu, atunci el este liber să-şi retragă investiţia în obligaţiuni prin răscumpărare.

După *caracterul dobânzii* obligaţiunile se pot ordona astfel: obligaţiuni clasice; obligaţiuni indexate (cu venit variabil); obligaţiuni participative.

Obligaţiunile indexate permit subscriitorilor să se protejeze faţă de creşterea preţurilor fie prin menţinerea puterii de cumpărare a obligaţiunilor

Scanned with OKEN Scanner

(majorându-le valoarea cu un indice monetar, în limitele unui plafon) fie a valorii lor de răscumpărare, fie a ratei dobânzii.

- Obligaţiunile participative sunt obligaţiunile la care se determină o dobândă suplimentară sau eventual o primă de rambursare a căror variaţie este legată de profitul întreprinderii. Ele sunt rar utilizate în practica financiară deoarece este greu de stabilit aportul capitalului, constituit prin astfel de obligaţiuni, la creşterea profitului.

C. Credit bail (leasingul) este o cale de împrumut pe termen mediu (leasingul mobiliar) sau lung (leasingul imobiliar) care permite întreprinderii să exploateze un bun fără să fie nevoită să recurgă la împrumut bancar sau obligatar sau să-şi cheltuiască capitalul propriu.

Funcţie de mecanismul de înfăptuire sunt mai multe tipuri de leasing între care cele mai folosite sunt: financiar, de exploatare şi pentru servicii. Leasingul financiar se caracterizează prin faptul că o societate cumpără bunul cerut de locatar de la furnizor în prealabil convenit şi îi cedează folosinţa lui contra unei chirii, urmând ca la sfârşitul perioadei de contract locatarul să-l poată cumpăra la valoarea rămasă, convenită. Leasingul de exploatare este o înţelegere pe termen scurt sau mediu potrivit căreia locatorul cedează locatarului folosinţa unui bun pe o perioadă determinată contra unei chirii fără ca locatarul să mai poată să-l achiziţioneze la sfârşitul perioadei de contract. Leasingul pentru servicii se încheie în cazurile în care locatorul se obligă să asigure serviciile de întreţinere a bunurilor ce fac obiectul contractelor de leasing financiar sau de exploatare.

Credit-bail este un contract de închiriere a unui bun pe termen mijlociu sau lung, exemplu pentru utilaje şi maşini - până la 7 ani, iar pentru terenuri şi construcţii - până la 20-25 ani şi care conţine promisiunea de vânzare la încheierea locaţiei în funcţie de valoarea reziduală. În ţara noastră firmele practică leasingul pe o perioadă de cel puţin 75% însă nu mai mult de 90% din durata de amortizare a bunurilor respective, în timp ce reglementări legale prevăd ca termenul maxim al acestui tip de contract să fie de 36 de luni şi minim de un an[1]. Firma închiriază bunul de la o instituţie financiară specializată care la rându-i îl cumpără pe baza unei cereri ferme pentru care percepe pe durata contractului o chirie care conţine: amortizarea activului respectiv, remunerarea capitalului investit, prima de risc (pentru instituţia care suportă finanţarea) şi cheltuielile administrative. Contractul de leasing cuprinde în principal următoarele elemente: părţile în contract (locatorul/ finanţatorul,

[1] Ordonanţa Guvernului nr.51/1997 privind operaţiunile de leasing şi societăţile de leasing republicată în Monitorul Oficial nr.236/27 mai 1999

Scanned with OKEN Scanner

utilizatorul); utilizatorul; descrierea exactă a bunului care face obiectul contractului; valoarea totală a contractului; valoarea ratelor şi termenul de plată; perioada de utilizare; clauza privind asigurarea bunului; valoarea inițială a bunului; clauza privind dreptul de opțiune a utilizatorului cu privire la cumpărarea bunului şi condițiile în care acesta poate fi exercitat. Credit-bail prezintă o serie de avantaje cât şi dezavantaje față de celelalte căi de sporire a capitalului permanent. Între avantaje evidențiem faptul că:

- de cele mai multe ori chiria este progresivă, dând posibilitate utilizatorului să realizeze o rentabilitate acoperitoare;
- chiria este deductibilă prin profitul impozabil, întreprinderea suportând doar diferența față de cota de impozit;
- este o resursă de finanțare care nu sporeşte pasivul firmei respectiv nivelul îndatorării;
- prezintă o tehnică de obținere mai simplă decât împrumutul bancar sau obligatar.

Dezavantajele credit-bail constau în principal în:

- costul de finanțare care este mai mare decât costul îndatorării (cu circa 1-2% față de creditul obligatar) datorită includerii în chirie şi a primei de risc;
- utilajul primit nu aparține întreprinderii utilizatoare până la achiziționarea lui.

II. Capitalurile întreprinderii pot spori şi cu ajutorul împrumuturilor pe termen scurt. Termenul de acordare a împrumuturilor pe termen scurt este de până la un an. Apelul la împrumut pe termen scurt se face pentru a finanța partea din nevoia neacoperită de capitalurile permanente. Capitalul rezultat din reunirea resurselor aferente capitalurilor permanente cu cele pe termen scurt, formează capitalul economic sau investit al întreprinderii. Resursele pe termen scurt pot fi obținute din *împrumuturi bancare* sau din *finanțări nebancare*. Între *creditele bancare pe termen scurt* cele mai utilizate sunt: credite de trezorerie; credite pentru stocuri; credite de mobilizare.

- Creditele de trezorerie sunt utilizate pentru asigurarea echilibrului trezoreriei atunci când plățile curente depăşesc încasările determinate de caracterul ciclului de exploatare (sezonalitatea acestuia) sau de unele "accidente" cu care se confruntă firma (întârzieri în livrări, perturbări ale ciclului numerarului etc.). La acordarea acestor credite preocuparea centrală a băncii este de a se asigura asupra bonității firmei şi a solvabilității ei pe termen scurt. Creditele de trezorerie nu sunt garantate cu active certe, nu au termene stabilite de rambursare de aceea prezintă pentru

Scanned with OKEN Scanner

bancă un risc relativ mare. Una din formele foarte flexibile de acordare a creditelor de trezorerie este "descoperirea de cont", prin care, în limitele sumei şi a duratei fixată de bancă, se oferă firmelor posibilitatea de a avea la conturile lor la bancă solduri debitoare pe anumite perioade. În cazul acestui credit băncile îşi rezervă dreptul de a solicita constituirea unor garanţii reale sau personale.

- Creditele pentru stocuri sunt puse la dispoziţia firmelor după ce se cunoaşte motivarea solicitării, se asigură garantarea şi controlul utilizării lor. Banca preferă astfel de credite care se mai numesc "credite care se autolichidează" deoarece sunt rambursate în mod automat odată cu lichidarea obiectului pentru care sunt acordate. Firmele care au nevoie de stocuri mari de materiale pot obţine un astfel de credit garantat prin gajarea stocurilor; stocurile sunt păstrate în gaj şi orice modificare a mărimii lor este raportată băncii.
- Creditele de mobilizare se referă la folosirea creditelor comerciale pe care firma le are asupra clienţilor, concretizate în hârtii de valoare. Acest fapt înseamnă transformarea creanţelor la termen în lichidităţi. Creditele de mobilizare se obţin în urma operaţiunilor de scontare a titlurilor, precum tratele şi biletele la ordin.

Trata (scrisoarea de schimb) este definită ca fiind "un titlu prin care emitentul (trăgătorul) garantează purtătorului (deţinătorului) legitim că o persoană desemnată în titlu (trasul) îi va plăti o sumă de bani determinată la prezentarea titlului, la o anumită scadenţă şi în locul specificat"[1]. Biletul de ordin este un titlu redactat în formele legale, transmisibil tot prin andosare, ca şi trata, conferind titularului legitim dreptul necondiţionat de a i se plăti o suma de bani de către emitent, denumit semnatar. Trata şi cambia nu sunt doar titluri comerciale ci şi de credit. Firma trage aceste titluri direct asupra băncii obţinând astfel finanţarea de care are nevoie. Banca acceptă trata promiţând să plătească suma înscrisă în titlu la o anumită data viitoare. În acest caz, titlul de credit este similar scrisorii de schimb obişnuite între două firme în care una din părţi este banca. În situaţia unor nevoi urgente o tratã, purtând numele unei bănci reputate, poate fi vândută pe piaţa monetară la o anumită rată de scont, procurând în felul acesta mai repede de data scadenţei, mijloacele băneşti trebuitoare.

Capitalul întreprinderii mai poate fi constituit din resurse pe termen scurt provenite din *finanţări nebancare*. Finanţările nebancare pe termen scurt se referă la creditul comercial - "furnizori", avansurile de la clienţi şi creditele

[1] Legea asupra cambiei şi biletului de ordin, M.O. nr.100/1 mai 1934.

Scanned with OKEN Scanner

pe bază de bilete de trezorerie sau bonuri de casă. Creditul comercial - "furnizori" semnifică mijloacele băneşti ce rămân la dispoziţia firmei prin amânarea plăţilor pentru diverse materii prime şi materiale primite de la furnizori. Întreprinderile pot primi de la clienţi avansuri în mijloace băneşti pentru achiziţionarea materiilor prime necesare începerii fabricaţiei produselor contractate cu aceştia. Creditul pe bază de bilete de trezorerie sau bonuri de casă se obţine de întreprindere prin emiterea şi plasarea în public a biletelor sau bonurilor amintite, cu scadenţă de până la un an cu o dobândă atrăgătoare.

8. Finanţarea bugetară este o metodă de constituire a capitalurilor anumitor întreprinderi, în special a regiilor autonome sau a societăţilor comerciale din anumite ramuri sau sectoare de activitate considerate vitale pentru economia naţională. Această metodă se întâlneşte şi atunci când anumite întreprinderi beneficiază de diferite înlesniri, scutiri fiscale sau prime pentru export.

Procurarea capitalurilor este realizată de întreprindere prin intermediul pieţei financiare. Aceasta funcţionează ca un mecanism care face legătura între posesorii de disponibilităţi băneşti, dornici să le investească şi solicitanţii de capitaluri, ca ofertanţi de variante de investire. Întreprinderile, ca solicitanţi de capitaluri, emit în schimbul disponibilităţilor băneşti primite titluri financiare precum acţiunile sau obligaţiunile. Piaţa financiară cuprinde două componente: piaţa primară şi piaţa secundară. Pe piaţa primară se tranzacţionează titlurile nou emise iar pe piaţa secundară se negociază titluri deja emise şi aflate în circuitul economic. Piaţa financiară se manifestă, în principal, prin Bursa de Valori. Bursa de valori, ca loc de întâlnire al ofertanţilor dar şi solicitanţilor de capitaluri, trebuie să ofere garanţii şi seriozitate celor doi parteneri. Din acest punct de vedere sunt admise la Bursa de Valori doar firmele care îndeplinesc o serie de condiţii[1]:

- o anumită profitabilitate realizată pe o perioadă îndelungată;
- un activ real net de o anumită dimensiune minimă;
- o valoare de piaţă cel puţin egală cu valoarea activului real net;
- un număr de acţiuni puse în vânzare de o valoare minimă;
- un număr de acţionari foarte mare;
- auditarea bilanţului de către o firmă internaţională de prestigiu.

În ţara noastră funcţionarea Bursei de Valori este reglementată de Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare. Aceasta este structurată pe trei sectoare:

---

[1] Giurgiu I.A. – Finanţele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.165

Scanned with OKEN Scanner

- sectorul valorilor mobiliare emise de persoane juridice române;
- sectorul valorilor mobiliare emise de către stat şi organele administraţiei centrale şi locale de stat;
- sectorul internaţional.

În primul sector se găsesc emitenţi de valori mobiliare grupaţi în două categorii: *de bază* şi *categoria I-a*. În categoria de bază se găsesc firme care îndeplinesc următoarele condiţii:

- sunt înregistrate la Oficiul de Evidenţă a Valorilor Mobiliare;
- asigură libera transferabilitate a valorilor mobiliare, furnizarea de informaţii, pluta comisioanelor;
- are încheiat Contractul de Registru cu Bursa de Valori;
- certifică datele furnizate de emitent.

În categoria I-a sunt cuprinşi emitenţii care pe lângă condiţiile precedente mai îndeplinesc încă şi alte condiţii precum:

- obţinerea de profit net în ultimii doi ani;
- o perioadă anterioară de activitate de minimum trei ani;
- cel puţin 15% din numărul acţiunilor să fie deţinute de cel puţin 1800 acţionari.

9. *Finanţarea din fonduri europene nerambursabile*. În contextul procesului de aderare a României la Uniunea Europeană, firmele au la dispoziţie fonduri europene pentru a-şi finanţa investiţiile de modernizare a capacităţilor de producţie. Pentru a putea fi finanţat, un proiect trebuie să respecte o serie de criterii de eligibilitate, care privesc:

- categoriile de solicitanţi care pot cere un ajutor financiar nerambursabil;
- tipurile de proiecte pentru care se poate acorda un ajutor financiar nerambursabil;
- tipurile de investiţii şi categoriile de cheltuieli eligibile.

Pentru a beneficia de finanţare nerambursabilă, solicitantul trebuie să demonstreze viabilitatea economico-financiară a proiectului printr-un studiu de fezabilitate şi plan de afaceri. Viabilitatea economică poate fi definită drept utilizarea din plin a unităţii de procesare sau a unei părţi din aceasta prin raportarea de performanţe financiare efective şi abilitatea de a opera fără a recurge la sprijin public în activitatea sa operaţională. Beneficiarul trebuie să demonstreze că îţi poate plăti obligaţiile şi datoriile în mod regulat, fără să supună la nici un risc desfăşurarea normală a activităţii sale economice şi că generează un venit semnificativ. În mod special este necesară existenţa pieţelor de desfacere pentru produsele respective (atestată prin studii de piaţă incluse în planul de afaceri). De asemenea, proiectul trebuie să corespundă cu normele

Scanned with OKEN Scanner

UE de mediu, igienă şi bunăstare şi întreprinderea beneficiară trebuie să corespundă standardelor naţionale.

Firmele româneşti au avut posibilitatea de a accesa fonduri europene şi în perioada de pre-aderare. Acestea, funcţie de natura investiţiilor de realizat, erau disponibile pentru firmele româneşti prin intermediul a trei programe: SAPARD, ISPA şi PHARE. Legislaţia europeană impunea şi în cazul utilizării acestor fonduri o serie de condiţii de natură financiară legate de existenţa în prealabil a resurselor proprii, precum şi realizarea unei anumite eficienţe. Pentru a ilustra posibilităţile de utilizare a fondurilor europene considerăm următorul exemplu. În cadrul programului SAPARD, măsura 1.1 sunt finanţate proiecte amplasate în mediul rural şi numai pentru modernizarea capacităţilor existente proiectele pot fi amplasate în mediul urban. Valoarea minimă eligibilă a proiectului depus în cadrul măsurii 1.1 este de 30.000 euro, iar valoarea maximă exigibilă este de 2.000.000 euro. Ajutorul financiar nerambursabil nu poate depăşi 50% (pentru sectoarele lapte şi produse lactate, carne, produse din carne şi ouă, fructe şi cartofi, vinificaţie, peşte) sau 30% (pentru sectoarele cereale, seminţe oleaginoase şi zahăr) din valoare totală eligibilă a proiectului. La rândul ei, contribuţia publică se compune din 75% contribuţia Comunităţii şi 25% cofinanţare internaţională.

4.3. Definirea structurii financiare. Criterii de optimizare

În vederea desfăşurării activităţii sale întreprinderea trebuie să dispună de capitaluri. Acestea sunt necesare pentru constituirea aparatului tehnic de producţie, adică a activelor imobilizate, precum şi pentru achiziţionarea obiectelor muncii, respectiv a activelor circulante.

Capitalurile trebuiesc colectate de pe piaţa financiară la un nivel care să acopere integral nevoia de resurse financiare a întreprinderii. Gestionarii financiari ai firmei vor trebui să adauge la cerinţa asigurării firmei cu resurse până la nivelul necesar şi preocuparea de a angaja cele mai mici obligaţii către „furnizorii" de capitaluri, inerente activităţii de atragere a capitalurilor. Aceasta înseamnă că procesul de constituire a capitalurilor trebuie să se finalizeze cu o *anumită structură financiară.*

Structura financiară a întreprinderii reprezintă o compoziţie "complexă şi coordonată a diverselor surse de finanţare la care managementul financiar

Scanned with OKEN Scanner

recurge pentru a acoperi necesarul de finanţat"[1]. Structura financiară ce rezultă din ansamblul strategiilor financiare ale întreprinderii, se fundamentează pe premise ce se condiţionează în mod reciproc, atât din punct de vedere cantitativ cât şi calitativ şi poate fi optimizată, atâta timp cât ea poate fi programată. Ea reflectă compoziţia capitalurilor întreprinderii.

Unii autori consideră că între noţiunile de structură de capital şi structură financiară există deosebiri: prin structură de capital se înţelege modul de combinare al capitalurilor permanente ale firmei, adică al capitalului propriu cu împrumuturile pe termen mijlociu şi lung, iar structura financiară reflectă modul de combinare a tuturor tipurilor de capital pe care le procură firma; proprii sau împrumutate, pe termen lung, mediu sau scurt, adică a întregului pasiv al bilanţului[2].

În alte lucrări se consideră că structura capitalului exprimă raportul dintre grupele de forme funcţionale ale capitalului între care, urmare a importanţei deosebite în activitatea firmei, se remarcă raporturile dintre activele imobilizate şi activele circulante.

Considerăm că între cele două noţiuni nu există deosebiri atât structura capitalului cât şi structura financiară exprimă compoziţia (după proveniență) a valorii angajate de firmă într-o activitate economică. De altfel structura financiară (a capitalului) se stabileşte pentru a evidenţia costul capitalului, adică obligaţiile financiare către furnizorii de capital, iar acest lucru impune urmărirea provenienţei resurselor respectiv a părţii de pasiv a bilanţului.

Structura financiară apare definită de unii economişti ca raport între resursele obţinute pe termen scurt cu cele pe termen mijlociu şi lung. În alte lucrări structura financiară exprimă raportul între datorii totale şi resurse proprii. Teoreticienii finanţişti care s-au ocupat de optimizarea structurii financiare a întreprinderii consideră că structura financiară se referă doar la raportul dintre capitalul propriu şi împrumuturile pe termen mijlociu şi lung, adică doar la relaţiile create între resursele permanente ale firmei.

Structura financiară optimă reflectă acea compoziţie a capitalurilor ce permite întreprinderii obţinerea cu maxim de rezultate a celor două obiective: realizarea de bunuri şi/sau servicii, în conformitate cu cerinţele pieţei şi obţinerea de profit net cât mai mare. Structura capitalului se referă la provenienţa surselor de constituire a capitalurilor firmei. În acelaşi timp, suma capitalurilor obţinute din diverse surse trebuie să corespundă necesităţilor firmei. Realizarea volumului programat de bunuri sau servicii impune ca firma

---

1 Neagoe Ion - Finanţele întreprinderii, Editura Ankarom, Iaşi, 1997, p. 104

2 Giurgiu I.A. – Finanţele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.242

Scanned with OKEN Scanner

să-şi constituie capitalurile, astfel încât să dispună de mijloace materiale şi băneşti suficiente pentru desfăşurarea normală a activităţii economice. Deoarece aceste mijloace se concretizează în contextul exploatării în cheltuieli, eficientizarea procesului de constituire a capitalurilor semnifică dimensionarea lor la strictul necesar. Înfăptuirea obiectivului de obţinere a profitului, obligă managerii să selecteze acele surse care au costul mai mic decât rentabilitatea investiţiilor. Structura financiară optimă răspunde cerinţei de maximizare a profitului net, deoarece presupune manifestarea preferinţei pentru cele mai ieftine surse de capital. Realizarea unui raport optim între capitalul împrumutat şi cel propriu, este mai dificil având în vedere că întreprinderea are deja o anumită proporţie a celor două componente în totalul capitalurilor sale permanente.

Constituirea structurii optime trebuie să aibă în vedere, pe lângă costul capitalului şi riscurile pe care le incumbă utilizarea anumitor surse de capital, într-un anumit volum. Aceasta deoarece, manifestarea riscurilor poate pune sub semnul întrebării posibilitatea obţinerii rezultatelor estimate. Când un proiect este finanţat în aceleaşi proporţii ca şi întreprinderea, sau când este finanţat diferit, dar valoarea investiţiilor este nesemnificativă în valoarea totală a afacerii, se poate estima că acest proiect are acelaşi risc ca şi întreprinderea în ansamblu. De asemenenea, când randamentul proiectului nu este nici mai mult, nici mai puţin fluctuant sau aleatoriu decât randamentul activităţilor sale, se estimează că, proiectul are acelaşi risc economic ca şi întreprinderea în ansamblu. În această ipoteză a riscului financiar şi economic, costul capitalului unui proiect este costul marginal al resurselor de finanţare, ponderate cu structura capitalurilor permanente ale întreprinderii. Bilanţul furnizează o primă estimare a nivelelor îndatorării şi capitalului propriu. Este necesară luarea în considerare a două aspecte. Pe de o parte, capitalul propriu şi cel împrumutat sunt estimate în bilanţ la valoarea contabilă, or este necesară o referire la reprezentările pieţei. În stabilirea costurilor interesează valoarea capitalurilor proprii care suportă riscul economic al firmei. Din punctul de vedere al acţionarilor, capitalul investit este estimat nu prin situaţia netă contabilă, ci prin valoarea de piaţă a acţiunilor. Capitalizarea bursieră constituie cea mai bună evaluare a capitalului propriu, care suportă în fapt toate riscurile întreprinderii. Datoria se estimează la valoarea de piaţă, actualizând fluxurile viitoare de plată cu rata curentă a dobânzii. Valoarea rezultată este ajustată cu efectul fiscal.

Pe de altă parte, trebuie evaluat dacă ultima structură a capitalului (după efectuarea primului corectiv) este structura financiară optimă, sau "ţintă"

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

propusă de întreprindere pe termenul mediu. Dacă firma anticipează că modul de finanțare a proiectelor sale de investiții modifică structura capitalului permanent, costul marginal al fiecărei componente a capitalurilor trebuie multiplicat cu noua pondere. Se înțelege că ipoteza riscului financiar și economic al proiectului, similare cu cele ale firmei, în ansamblu, își menține valabilitatea.

În această situație, optimizarea structurii financiare impune un calcul prealabil: determinarea compoziției capitalurilor întreprinderii utilizate de aceasta în derularea investițiilor în active imobilizate. Cu acest prilej se calculează și cheltuielile ocazionate de eventuala creștere a fiecărei surse de finanțare. Pe baza acestor informații, costul marginal ponderat al capitalului pentru anul următor se determină astfel:

- se estimează costul fiecărei componente a capitalului utilizat deja de firmă respectiv:
  - costul capitalului împrumutat: bancar sau obligatar, apoi
  - costul capitalului propriu, (al autofinanțării sau profitului obținut
  - precum și cel al emisiunii de noi acțiuni) în una din ipotezele aplicabile firmei;
- se estimează costul marginal pentru fiecare componentă a capitalului sporit suplimentar. Firma trebuie să crească capitalurile în proporție cu structura "țintă", prima dată utilizându-se sursele cu cel mai redus cost. Când aceste surse se epuizează, firma trebuie să ia în considerare sursele cu cost mai ridicat.

În constituirea capitalurilor, întreprinderile au la dispoziție o varietate de oferte, dar pentru oricare din ele trebuie să plătească un preț numit și cost al capitalului. Resursa pentru plata acestui preț urmează să fie "produsă" în procesele economice în care sunt angajate capitalurile întreprinderii. Doar folosirea cu eficiență a capitalurilor conduce la crearea de mijloace de plată pentru stingerea acestor obligații. Dacă profiturile sunt suficiente pentru acoperirea integrală a obligațiilor, atunci putem considera că s-au desfășurat în condiții de eficiență ambele procese financiare adică atît procesul de constituire a capitalurilor (în sensul că s-a optat pentru resurse ieftine) cât și procesul de utilizare a lor, deoarece a semnificat obținerea de profituri îndestulătoare pentru remunerarea investitorilor.

4.4. Costul capitalului

4.4.1. Costul capitalului propriu

Dimensiunea costului capitalurilor este influențată de mărimile

diferitelor costuri ale surselor de finanţare, fie că acestea se prezintă sub formă explicită sau implicită. Costul explicit poate fi definit ca rată de actualizare care asigură egalitatea între valoarea prezentă a încasărilor privind constituirea capitalurilor şi valoarea prezentă a plăţilor rezultate din utilizarea unei surse de finanţare. *Costul explicit al capitalurilor "reprezintă rata de actualizare care egalizează încasarea iniţială cu valoarea prezentă a plăţilor viitoare generate de utilizarea unei surse de finanţare"*[1].

În vederea dimensionării costului capitalurilor, considerăm utilă cuantificarea fiecărei componente a costului după următoarea structură a resurselor de finanţare a investiţiilor:

- costul capitalurilor proprii (costul acţiunilor comune şi a celor preferate, profitul reţinut la dispoziţia firmei, emisiunea de noi acţiuni);
- capitaluri împrumutate (costul creditului bancar precum şi a împrumutului obligatar);

În ceea ce priveşte costul aporturilor de capitaluri se impune o distincţie între întreprinderea personală sau familială şi întreprinderea organizată ca societate pe acţiuni. Astfel, în timp ce pentru prima, aportul de capitaluri al proprietarilor sau asociaţilor, după caz, implică un cost de oportunitate, pentru a doua categorie aportul determină un cost explicit. Proprietarul unei firme personale sau parteneriale poate să finanţeze firma din economiile disponibile sau dintr-un credit angajat cu titlu personal (mai cu seamă în cazul asociaţilor) pe durată scurtă sau medie, care nu priveşte gestiunea firmei. Costul acestor capitaluri este egal cu rata de randament de care ar beneficia întreprinzătorul dacă ar investi în cea mai favorabilă activitate din afara firmei sale, dar cu risc comparabil. Trebuie deci identificate alternativele de investiţie sau plasament cu durată şi grad de risc comparabile cu proiectul avut în vedere de firma proprie. Există o infinitate de oportunităţi şi ca atare, asumând condiţiile de concurenţă imperfectă se recurge doar la cele mai accesibile. Ratele de randament ale fiecărei oportunităţi accesibile se corelează cu influenţele privind siguranţa şi lichiditatea operaţiunilor de plasament sau investiţii. Rezultatul cel mai favorabil astfel obţinut reprezintă costul de oportunitate pentru investitor, iar pentru întreprinderea care utilizează capitalul respectiv, costul implicit.

Teoria financiară tradiţională[2] arată că obiectivul managementului financiar al întreprinderii îl constiuie maximizarea bogăţiei acţionarilor, care în

---

1 J. Portefield - Cout du capital et choix des investissement, Dunod, Paris, 1969,p.64

2 G. E. Pinches - Financial Management, Harper Collins Publichers, 1990, p. 5

Scanned with OKEN Scanner

cazul societăţilor pe acţiuni înseamnă maximizarea valorii de piaţă a acţiunilor. Dacă societatea este cotată la bursă putem vorbi de valoarea bursieră a acţiunilor denumită şi capitalizarea bursieră. Comportamentul acţionarilor este presupus raţional, iar factorul determinant al acestuia îl constituie anticipaţiile lor asupra condiţiilor economice generale, ale pieţei financiare şi cele privind performanţele firmei. Astfel, preţul de piaţă P_0, sau cursul acţiunilor la un moment dat, este valoarea actuală a fluxului de dividende $D_1, D_2, \ldots D_t$, pe care acţionarii se aşteaptă să-l încaseze în viitor, la finele fiecărei perioade de la 1 la t. Rata de actualizare k, care egalizează preţul acţiunii cu suita de dividende viitoare reflectă exigenţele de randament ale acţionarilor sau rata de randament cerută de acţionari. Deci, ipoteza privind comportamentul acţionarilor se rezumă la următoarea relaţie[1]:

$$Po = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \ldots\ldots + \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

Pentru societatea pe acţiuni, rata k reprezintă costul pe care trebuie să-l suporte pentru a utiliza capitalurile puse la dispoziţie de acţionari. Pornind de la relaţia expusă, putem calcula costul aportului de capitaluri al acţionarilor, cu condiţia stabilirii unor ipoteze viabile privind distribuţia dividendelor viitoare.

Firma nu beneficiază de întreaga valoare a emisiunii de acţiuni, deoarece suportă cu această ocazie o serie de cheltuieli (drepturi de înregistrare, cheltuieli de publicitate, comisioane bancare etc.). Scăzând din valoarea emisiunii (preţul de emisiune multiplicat cu numărul de acţiuni) cheltuielile aferente acestei operaţiuni se obţine aportul net, care considerăm că trebuie să reprezinte elementul de bază în calcularea randamentului şi deci a costului acestei prime componente a capitalurilor întreprinderii. Motivăm acest fapt prin aceea că firma nu poate valorifica decât aporturile nete, funcţie de care se poate calcula randamentul. Cheltuielile cu emisiunea acţiunilor sunt o realitate, iar după efectuarea lor întreprinderea are la dispoziţie mai puţine mijloace cu care să înfăptuiască investiţia. De asemenea pretenţiile acţionarilor trebuie să se limiteze la sumele efectiv rămase la dispoziţia firmei, după ce aceasta suportă cheltuielile normale legate de emisiunea acţiunilor.

O primă ipoteză viabilă privind distribuirea dividendelor întreprinderii o putem considera **ipoteza dividendelor constante,** conform căreia acţionarii se aşteaptă să încaseze în viitor un dividend constant pe o durată nedefinită. În acest caz relaţia care exprimă comportamentul lor se poate scrie astfel[2] :

---

1 B. Colasse - Gestion financiere de l'enteprise, P.U.F. , Paris 1987, p. 464

2 V. Cocriş, V. Işan - Economia afacerilor, Editura Graphix, vol 3, Iaşi, 1995, p.162

Scanned with OKEN Scanner

$$P_0 = D\left[\frac{1}{(1+k)} + \frac{1}{(1+k)^2} + \ldots\ldots + \frac{1}{(1+k)^t}\right] \Rightarrow P_0 = D\left[\frac{1-(1+k)-t}{k}\right] \Rightarrow$$

$$P_0 = D\frac{(1+k)^t - 1}{k(1+k)^t} = 0, \text{ deoarece } \quad t \to \infty, P_0 \to \frac{D}{k}, \text{ prin aproximare putem scrie } \quad k = \frac{D}{P_0}$$

unde : D este dividendul constant,

P_0 este preţul de emisiune,

k este rata de randament necesară, sau costul aportului de capital în această situaţie.

O altă ipoteză pe care o putem avea în vedere în dimensionarea costului aportului o reprezintă **ipoteza dividendelor viitoare crescătoare cu o rată constantă**. În acest caz acţionarii se aşteaptă ca dividendele încasate în viitor să crească cu o rată constantă *g*. Dividendele anuale pot fi deduse cu ajutorul relaţiilor[1]:

$$D_2 = D_1(1+g)$$

$$D_3 = D_1(1+g)^2$$

$$D_4 = D_1(1+g)^3$$

.

.

$$D_t = D_1(1+g)^{t-1}, \text{ iar}$$

$$P_0 = D_1\left[\frac{1}{(1+k)}\right] + D_1\left[\frac{(1+g)}{(1+k)^2}\right] + D_1\left[\frac{(1+g)^2}{(1+k)^3}\right] + \ldots\ldots + D_1\left[\frac{(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t}\right] \Rightarrow$$

$$P_0 = D_1\left[\frac{1}{(1+k)} + \frac{1+g}{(1+k)^2} + \ldots\ldots + \frac{(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t}\right] \Rightarrow P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_1(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t}$$

Presupunând că rata randamentului anticipat este mai mare decât rata de creştere anticipată ($k>g$) şi că tinde la infinit, relaţia de calcul devine :

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}, \text{ unde } D_1 = D_0(1+g)$$

Ipoteza $k>g$ este destul de realistă, deoarece două ipoteze: $k>g$ şi $k=g$ corespund la cursuri infinite pe perioade nedeterminate ale acţiunilor, situaţii

---

1 Ibidem, p. 163

Scanned with OKEN Scanner

care nu pot fi întâlnite pe piața financiară. Continuând raționamentul anterior, obținem :

$$P_0\,(k-g)=D_1,\ sau\ P_0\,(k-g)-D_0=0\Rightarrow P_0\times k=D_1+P_0\times g,\ de\ unde\ k=\frac{D_1}{P_0}+g$$

Dacă dividendul viitor (D_1) este, în general, simplu de determinat, fiind în funcție de rezultatul financiar, rata de creştere g este mai dificil de estimat. Rata de creştere g exprimă două componente: rata de randament (dividendul) şi câştigul de capital (sporirea cursului acțiunii). Acest conținut dat ratei de creştere exprimă cel mai bine cerința (scopul) procesului de constituire şi utilizare a capitalurilor întreprinderii. Restrângerea înțelesului acestui termen doar la rata randamentului împietează asupra procesului de eficientizare a activității firmei, eludând importanța evoluției cursului bursier al acțiunilor acesteia. Susținem această idee deoarece câştigul total realizat de un acționar îi revine acestuia pe două căi:

- prima este reprezentată de dividendele pe care acesta le încasează, şi care semnifică principala modalitate de fructificare a capitalurilor acestuia, iar
- a doua este dată de sporul de venituri obținute ca urmare a vânzării acțiunilor.

Acest câştig se poate obține numai dacă valoarea de piață a acțiunilor înregistrează o creştere în intervalul de timp scurt de la achiziționarea până la vânzarea lor. Odată cu vânzarea acțiunilor însă, încetează calitatea de proprietar a acestor titluri şi deci posibilitatea câştigului oferit de prima cale. Dimensiunea sporului de valoare de piață a acțiunilor este determinată, în bună măsură, de evoluția dividendelor plătite pe perioada deținerii acțiunilor.

Există mai multe metode de estimare a ratei de creştere "g". Una din acestea se bazează pe evaluarea potențialului de creştere a întreprinderii, exprimat prin cifra de afaceri, producție sau rezultate. Dacă presupunem o politică a dividendelor regulate, creşterea dividendului este egală, pe termen mediu, cu cea a profitului pe acțiune. Interesul manifestat pentru acestă metodă este dat de integrarea datelor previzionale din analiza financiară în estimarea evoluției bursiere. Dar, cu toate că este mai fezabilă decât simpla extrapolare a tendințelor anterioare de creştere a dividendelor, evaluarea pe baza datelor economice şi financiare prognozate, poate conduce la erori. Este cazul firmelor care au depăşit faza de creştere intensă, situație în care deşi rata de creştere "g" a avut în trecut un nivel ridicat, în viitor aceasta se va diminua. De asemenea firmele care au înregistrat dificultăți în trecut, cazuri în care rata "g" este negativă, nu este obligatoriu să fie supuse aceloraşi tendințe în viitor. Deci simpla extrapolare trebuie înlocuită cu studii riguroase şi precise privind

Scanned with OKEN Scanner

managementul firmei, care pot asigura o apreciere corectă a evoluției ratei de creştere.

In **ipoteza modificării ratei de creştere a dividendelor** prețul de emisiune al acțiunilor noi este inferior cursului de piață al acțiunilor vechi ale întreprinderii, nu doar pentru faptul că intervin cheltuieli de emisiune, ci şi pentru că acțiunile noi trebuie să fie atractive pentru investitori. De regulă, lansarea de acțiuni este o operație de anvergură, iar eşecul acesteia ar reprezenta o catastrofă financiară pentru firmă. Noii investitori, este destul de probabil, să aibă intenții şi anticipații diferite de cele ale vechilor investitori, care tranzacționează frecvent acțiuni. În procesul de valorificare a capitalului, dividendele D_i au semnificații deosebite: pentru acționari acestea sunt câştigurile aşteptate datorită aporturilor de capital, în timp ce pentru întreprindere, reflectă costul capitalurilor folosite. Acest cost este suportat din beneficiile firmei şi pentru a putea fi plătit el trebuie creat în procesul de utilizare a capitalurilor. Nivele D_1 , D_2 , D_3, ... D_n , ale dividendelor din fiecare an, exprimă limita inferioară, absolută, a eficienței exprimată prin rentabilitatea folosirii capitalurilor întreprinderii. În ipoteza modificării anuale a mărimii dividendelor, k reflectă dinamica exigenței minime a procesului de constituire şi utilizare a capitalurilor întreprinderii. În contextul ipotezei menționate se impune dimensionarea ratei de randament k, pentru noile acțiuni, care poate fi diferită decât cea practicată de firmă pentru vechile acțiuni comune.

O ultimă ipoteză posibil de utilizat în dimensionarea costului aporturilor acționarilor este cea **a rentabilității minimale** necesară în scopul evitării volatilizării profitului pe acțiune. Această ipoteză privilegiază noțiunea de profit pe o acțiune şi se fondează pe faptul că, în condițiile în care rezultatele financiare sunt constante, creşterea numărului de acțiuni determină diminuarea profitului pe acțiune. Fenomenul este denumit frecvent în literatura de specialitate, diluarea sau *volatilizarea* profitului. Costul capitalurilor obținute se determină calculând rentabilitatea investițiilor astfel încât să nu se diminueze profitul pe acțiune. Dacă P_0 este prețul de emisiune net, se impune ca prin investirea capitalurilor, obținute grație emisiunii, să se realizeze o rentabilitate cel puțin egală cu raportul $\frac{P_a}{P_0}$ unde P_a este profitul pe o acțiune. Deci, costul aportului pe o acțiune se determină prin raportarea profitului pe o acțiune la prețul de piață al acțiunii. Estimarea costurilor aporturilor acționarilor se poate face pe baza uneia din ipotezele menționate. Onorarea obligațiilor ce revin din utilizarea capitalurilor constituite din aporturile

Scanned with OKEN Scanner

acţionarilor, se realizează însă după ce au fost remuneraţi creditorii (rezultaţi din constituirea capitalurilor firmei). Creditorii au prioritate în a fi remuneraţi, iar acţionarii îşi vor primi drepturile conform *regulii restului,* din diferenţa pozitivă dintre fluxurile nete de trezorerie şi plăţile privind costurile capitalurilor împrumutate[1]. Inexistenţa caracterului imperativ privind plata unui anumit nivel prestabilit al costului aporturilor face ca în teoriile financiare privind optimizarea structurii capitalurilor, acesta să fie cuantificat ca un cost variabil.

Costul acţiunilor preferenţiale. Deoarece în majoritatea cazurilor, acţiunile preferenţiale au o durată nelimitată, se poate utiliza, pentru determinarea costului capitalurilor achiziţionate prin intermediul lor, modelul simplu de evaluare a acţiunilor (ipoteza dividendelor viitoare constatate). Pornim deci de la relaţia de calcul:

$$P_0 = \frac{D_P}{K_P}$$

P_0 este cursul actual al acţiunilor preferenţiale;
Dp este dividendul prioritar anual, iar,
Kp este rata de randament necesară investitorilor sau costul capitalurilor de acest tip.

Din această relaţie costul capitalului constituit pe seama acţiunilor preferenţiale este dat de formula:

$$K_P = \frac{D_P}{P_0}$$

Considerăm necesară o remarcă suplimentară şi anume faptul că P_0 reprezintă preţul de emisiune net încasat de firmă din vânzarea acţiunilor preferenţiale. În vederea asigurării unei eficienţe sporite capitalurilor întreprinderii, managerii financiari trebuie să realizeze, în funcţie de politica dividendelor practicată de firmă, o selecţie a celor mai adecvate surse de constituire a lor. Aportul proprietarilor de capital este folosit în constituirea capitalurilor firmei, dacă are costul mai redus decât celelalte resurse. În ipoteza dividendelor constante, apelul la noi aporturi se poate face dacă rata rentabilităţii viitoarelor investiţii este mai mare decât rata dividendelor oferită vechilor acţionari. În ipotezele dividendelor viitoare crescătoare cu o rată constantă, sau cu una variabilă, rentabilitatea investiţiilor realizate cu aceste aporturi noi trebuie să depăşească atât rata dividendelor la vechile acţiuni cât şi rata anuală de creştere. Constituirea capitalurilor firmei din noi aporturi se face

---

[1] Ion Stancu - Finanţe, Editura Economică, Bucureşti, 1996,p.251

Scanned with OKEN Scanner

numai dacă investiţiile, finanţate de acestea, asigură un surplus monetar suficient să asigure remunerarea proprietarilor la nivelul cerut de aceştia creându-se însă şi resurse pentru dezvoltarea, modernizarea sau reutilarea firmei. Aceste rezultate, suplimentar obţinute, peste costul capitalurilor utilizate, pot asigura realizarea unor investiţii profitabile ca o condiţie pentru îndeplinirea obiectivului gestiunii financiare - creşterea bogăţiei acţionarilor.

4.4.2. Costul capitalului împrumutat

Costurile împrumutului bancar. În general estimarea costului oricărui împrumut este o operaţiune mai uşoară, datorită faptului că este un cost explicit şi are o determinare obiectivă - rata dobânzii pe piaţă, la un moment dat. Există tendinţa de a confunda dobânda cu care s-a contractat creditul cu costul acestuia. Deşi, aparent ideea este corectă, totuşi în realitate cheltuielile financiare pe care le ocazionează datoriile contractate la bănci sau la publicul investitor, trebuie ajustate cu economia fiscală. Faptul că obligaţiile de plată în contul dobânzilor se achită înainte de a calcula profitul impozabil, creează pentru firmă un efect favorabil de potenţare a rentabilităţii financiare. Efectul fiscal al datoriei are valabilitate doar pentru firmele care obţin profit. Putem vorbi, în această situaţie, de o dobândă aparentă şi de o dobândă efectivă. Costul unui capital împrumutat poate fi scris, în modul cel mai general, cu ajutorul relaţiei[1]:

$$K_d = r\ (1 - T),$$

unde:
K_d este costul real al capitalului împrumutat,
r este rata dobânzii,
T este rata impozitului.

În economia de piaţă este frecventă practica evaluării datoriilor firmei la valoarea de piaţă şi deci utilizarea unui cost actuarial. Prin urmare, se justifică, pe deplin, teoria potrivit căreia costul capitalului împrumutat constituie rata de actualizare care egalizează valoarea încasărilor iniţiale cu valoarea prezentă a plăţilor viitoare. Calculul actuarial, realizat cu această ocazie, pune în evidenţă cerinţele proceselor de constituire şi de utilizare a capitalului prin împrumuturi şi anume:

---

1 Cocriş V. - Op. cit. p. 164

Scanned with OKEN Scanner

- constituirea, în prezent, a capitalului prin împrumuturi determină, în viitor, obligaţia restituirii sale, precum şi plata unei dobânzi, operaţiune posibilă doar dacă se asigură utilizarea lui în condiţii de rentabilitate;

- folosirea, în prezent, a acestui capital trebuie să conducă, în viitor, nu doar la recuperarea cheltuielilor cu investiţiile, ci şi la obţinerea unui profit suficient pentru plata dobânzilor.

În varianta larg practicată, a creditului bancar, calculul costului actuarial necesită de la bun început o precizare: nu se referă la creditele deja angajate de întreprindere, ci la cele care vor fi utilizate pentru proiectele de investiţii. Creditul bancar se încadrează în schema împrumutului indivizibil (care provine dintr-o singură sursă). Pentru orice asemenea împrumut este valabil următorul raţionament: dacă firma contractează un împrumut C_0 şi se angajează să-l ramburseze prin anuităţi $(A_1, A_2, A_3.....A_t)$, costul creditului este rata K_c care rezolvă egalitatea:

$$C_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{A_t}{(1+K_c)^t}$$

Deoarece intervine economia fiscală, nivelul anuităţilor de rambursat trebuie redus cu valoarea anuală a acesteia. Anuitatea este dată de relaţia:

$$A_t = r \times C_{t-1} + a_t$$

unde:

A_t - anuitatea anuală,

r - rata dobânzii,

C_{t-1} - creditul rămas de rambursat ,

a_t - amortizarea anuală (rata scadentă anuală).

Economia fiscală este dată în aceste condiţii de relaţia:

Economia fiscală = $r \times C_{t-1} \times T$, de aici,

Costul după impozit al creditului bancar este rata K'_c care rezolvă egalitatea :

$$C_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{(At - r \times C_{t-1} \times T)}{(1+K'_c)^t}$$, care se mai poate scrie :

$$C_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{[r \times C_{t-1}(1-T) + a_t)]}{(1+K'_c)^t}$$, unde:

T este cota impozitului pe profit.

Deşi se mai pune problema luării în considerare şi a cheltuielilor care intervin atunci când se contractează un credit (comisioane diverse, cheltuieli de

Scanned with OKEN Scanner

dosar etc), considerăm că nivelul acestora este nesemnificativ şi nu modifică decât în mică măsură rezultatul final. Comparativ cu volumul dobânzilor aferente împrumuturilor contractate, cheltuielile ocazionate de obţinerea capitalului împrumutat sunt foarte mici.

Acceptarea de către stat a diminuării profitului înainte de impozitare, cu cheltuielile privind dobânzile şi cu a celor ocazionate de acordarea împrumuturilor, înseamnă un ajutor oferit întreprinderii în efortul făcut pentru recuperarea costului capitalului împrumutat. În fapt, statul participă prin aceasta la acoperirea unor cheltuieli care privesc activitatea întreprinderii diminuându-i costul de suportat pentru capitalul împrumutat (sumele chiar dacă nu sunt costuri de producţie reprezintă totuşi obligaţii ce decurg din procesul procurării fondurilor). Scutite de impozitare aceste deduceri se concretizează în profitul net mai mare, potenţând eficienţa capitalurilor întreprinderii.

În fapt, costul efectiv al capitalurilor împrumutate se reduce în felul acesta şi este mai uşor de suportat, iar folosirea creditelor în constituirea capitalurilor pentru investiţii devine atractivă. Dimensiunea dobânzilor datorate împrumutătorilor depinde, pe lângă volumul creditelor, de rata dobânzii. Cu cât rata este mai mare cu atât cheltuielile ce ar trebui suportate de întreprindere din rezultatele financiare sunt mai mari. Mărimea costului actuarial al creditului bancar depinde, desigur, de clauzele contractului de credit privind rambursarea, diferenţiindu-se dacă se practică anuităţi constante, sau o singură dată la expirarea termenului, etc., sau dacă plata dobânzilor se face anual, semestrial, trimestrial sau lunar. Funcţie de aceste condiţii diferă şi costul actuarial al creditului bancar. În condiţiile în care rata dobânzii depăşeşte 100%, situaţii întâlnite în ţara noastră, metodele prezentate îşi păstrează relevanţa. Procedeele de calcul trebuiesc însă adaptate, deoarece dacă întreprinderea este rentabilă şi în cazul utilizării unor credite cu dobândă de peste 100%, metodele sunt perfect valabile. Avantajele fiscale nete sunt determinate după aplicarea cotei impozitului pe profit. Cu cât nivelul cotei este mai mare, cu atât creşterile de profit net sunt mai importante pentru întreprindere.

Costul împrumutului obligatar. Costul capitalului procurat prin emisiune de obligaţiuni este rata de randament necesară pentru ca publicul să investească în titlurile emise de firmă. Din punct de vedere al întreprinderii, costul împrumutului obligatar reprezintă rata dobânzii care egalizează valoarea încasărilor iniţiale cu valoarea actualizată a plăţilor viitoare, în care se includ: cupoanele plătite semianual sau anual deţinătorilor de obligaţiuni (dobânda sau venitul), rambursările sau răscumpărările de obligaţiuni (care pot fi pe parcurs

Scanned with OKEN Scanner

prin tragere la sorţi sau prin stabilirea iniţială a unor loturi şi la maturitate) la valoarea promisă la maturitate. Considerând că, preţul de ofertă sau de emisiune este P_0, dobânda este i, valoarea la maturitate este M, costul împrumutului obligatar este variabila K_d care rezolvă ecuaţia:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{i}{(1+K_d)^t} + \frac{M}{(1+K_d)^t}$$

Întrucât obligaţiunile pot fi emise la valoarea lor ajunsă la maturitate, sau sub aceasta de cele mai multe ori, şi destul de rar peste acest nivel, calculul costului capitalului procurat pe seama obligaţiunilor trebuie adaptat situaţiilor concrete. Când preţul de emisiune al obligaţiunilor este egal cu venitul la maturitate rata dobânzii este egală cu venitul la maturitate, (cuponul prevăzut). Deci, costul înainte de impozite este egal cu rata dobânzii cuponului.

Plăţile privind dobânzile făcute către deţinătorii de obligaţiuni sunt deductibile din venitul impozabil al firmei şi prin urmare costul real al capitalului este ca şi la creditul bancar, cel rămas după determinarea impozitului:

$$K_i = K_d(1-T), \qquad \text{unde:}$$

K_i este costul efectiv al împrumutului obligatar,
K_d este costul înainte de impozit egal cu rata cuponului la maturitate.

Cea mai simplă modalitate de calcul al costului efectiv al obligaţiunilor "par value" constă în aplicarea formulei expuse mai sus, conform căreia se influenţează costul înainte de impozitare K_d, cu rata impozitului, T. Dacă avem în vedere cheltuielile de emisiune, atunci, P_0 reprezintă valoarea netă şi nu valoarea nominală a obligaţiunii. În cazul obligaţiunilor emise mai sus valoarea nominală (cu primă de emisiune sau de rambursare) este mai mică decât rata dobânzii predominantă pe piaţa obligaţiunilor. Dacă firma emite N obligaţiuni cu valoarea nominală V şi le vinde la preţul P_E ea va încasa $N \times P_E$ capitaluri. Dar, firma are posibilitatea să amortizeze prima de emisiune (E) determinată după relaţia $E = N \times (V - P_E)$, pe măsura rambursării obligaţiunilor emise. Dacă rambursează N_t obligaţiuni în anul t, poate să constitue o dotare în amortizări a primei de emisiune de un nivel : $\frac{N_t}{N} \times E$, care-i permite dacă obţine profit, să realizeze o economie fiscală $\frac{N_t}{N} \times E \times T$.

Această economie fiscală diminuiază anuitatea de rambursare. Costul K_i a unui împrumut obligatar emis cu primă se obţine rezolvând ecuaţia:

Scanned with OKEN Scanner

$$N \times P_E = \sum_{t=1}^{n} \frac{\left(A_t - \frac{N_t}{N} \times E \times T\right)}{(1+K_i)^t}$$, unde:

A_t este anuitatea de rambursare la momentul *t*.

Pentru alte resurse împumutate, calculul costului, se asimilează la modele prezentate. Costul capitalului este un subiect major ce trebuie abordat pentru a asigura maximizarea valorii firmei, iar pentru aceasta managerii financiari trebuie să minimizeze costurile tuturor intrărilor, fapt pentru care trebuie să fie capabili să-l măsoare. Estimarea costului capitalurilor este necesară pentru fundamentarea deciziilor privind alocarea acestora dar şi a celor ce privesc contractarea unui leasing, rambursarea unui împrumut obligatar etc. Sarcina managerului financiar este de a structura în aşa manieră sursele de capital încât să satisfacă nevoile de capitaluri cu cheltuieli minime. Cheltuielile cu sursele de capitaluri sunt proporţionale cu preţul lor. Aceste cheltuieli reprezintă în ansamblu, media ponderată a costului de piaţă a surselor de capitaluri, adică a celor împrumutate şi a celor proprii.

4.4.3. Costul mediu ponderat al capitalului

Minimizarea costului capitalurilor garantează siguranţă supravieţuirii întreprinderii şi reprezintă un puternic suport pentru dezvoltarea acesteia. Sursa de plată a costului capitalurilor o reprezintă surplusul monetar degajat în procesul utilizării acestora. Odată cu angajarea surselor de constituire în vederea utilizării capitalurilor, întreprinderea "amanetează" o parte a surplusului monetar sperat a fi obţinut în vederea achitării preţului acestora. Costul capitalurilor exprimă pentru întreprindere o sarcină, în principal, rigidă, fixă comparativ cu mărimea surplusului monetar care are un caracter aleatoriu, probabilistic în a fi obţinut la nivelul aşteptat, datorită riscurilor întâlnite în procesele de utilizare. În acest context procesul de constituire a capitalurilor necesită stabilirea ponderii considerate optime a capitalurilor proprii faţă de total capital utilizat. Expresia generală a costului ponderat al capitalului (K_g) este următoarea:

$$K_g = \left(\frac{C_p}{C_p + D}\right) \times K_p + \left(\frac{D}{C_p + D}\right) \times K_d ,$$

Scanned with OKEN Scanner

unde: $\frac{C_p}{C_p + D}$ este ponderea capitalului propriu în structura capitalului permanent al firmei;

K_p este costul capitalului propriu;

$\frac{D}{C_p + D}$ este ponderea capitalului împrumutat în structura capitalului permanent al firmei;

K_d este costul capitalului împrumutat.

Costul mediu al capitalurilor reprezintă un nivel minim, obligatoriu al rentabilității investițiilor în care sunt angajate acestea. Rentabilitatea obținută în urma utilizării capitalurilor trebuie să acopere costul cert, ca mărime a obligațiilor, iar pentru aceasta este necesar să se acționeze în două direcții:

- sporirea eficienței utilizării capitalurilor investite, exprimată prin creşterea rentabilității economice, şi,
- programarea unui cost mediu minim.

Mărimea costului mediu al capitalurilor depinde atât de proporția fiecărei componente a fondurilor destinate investițiilor, în totalul capitalurilor, cât şi de costul lor individual. Deci, un cost mediu mic, ce înseamnă obligații minime, asumate într-un viitor incert, se poate obține, fie utilizând doar un capital ieftin, asigurând o proporție mare de capitaluri ieftine şi una mai mică de capitaluri scumpe, fie realizând o combinație de capitaluri foarte ieftine, ieftine şi mai scumpe. Cert este că elementul dominant trebuie să-l dețină capitalurile ieftine şi foarte ieftine, acestea având rol de diminuare a obligațiilor totale ale întreprinderii către deținătorii de capitaluri. În felul acesta, profitul rămas după onorarea obligațiilor față de furnizorii de capitaluri este maxim, creându-se premise favorabile pentru folosirea lui în vederea dezvoltării firmei sau pentru alte destinații, care să consolideze poziția acesteia în mediul economic în care acționează. Minimizarea costului capitalurilor se realizează prin optimizarea structurii financiare.

Aplicație

Să se calculeze costul mediu ponderat al capitalului unei întreprinderi al cărei pasiv de 200 miliarde lei este format din capitaluri proprii în proporție de 60% şi din datorii financiare în proporție de 40%, în condițiile în care întreprinderea realizează în mod normal un profit brut de 50 miliarde lei şi plăteşte dobânzi în rată anuală de 10%.

Rezolvare

Costul capitalurilor proprii este egal cu:

Scanned with OKEN Scanner

$$K_p = \frac{Profit\ net}{Capitaluri\ proprii} = \frac{Profit\ brut - Dobanzi}{Capitaluri\ proprii} = \frac{50 - 10\% \cdot 40\% \cdot 200}{60\% \cdot 200} =$$

$$= \frac{50-8}{120} = \frac{42}{120} = 35\%$$

Costul datoriilor este egal cu rata anuală a dobânzii cerută de creditori ($K_d = 10\%$).

De aici rezultă un cost mediu ponderat al capitalului întreprinderii de:

$$K_g = 60\% \cdot 35\% + 40\% \cdot 10\% = 21\% + 4\% = 25\%$$

Politica dividendelor reprezintă un suport credibil în stabilirea costului capitalului propriu, numai dacă mărimea dividendului s-a calculat cu luarea în considerare a riscurilor asumate de acționari, în afacerea în care aceştia şi-au investit capitalul.

Riscul reprezintă probabilitatea survenirii unui fenomen negativ şi care se manifestă deci ca un antonim al rentabilității. Sunt numeroase riscurile cu care se confruntă investitorul, însă cele mai des întâlnite sunt: riscul economic şi riscul financiar.

Riscul economic se manifestă ca variabilitate a profitului ca urmare a variabilității nivelului de activitate (scăderea: numărului de produse ce trebuiau vândute, a numărului de sortimente, obținerea unor prețuri de vânzare mai mici decât cele previzionate).

Riscul financiar se caracterizează prin variabilitatea profitului net sub incidența structurii financiare[1]. Împrumutătorul suportă doar riscul economic, deoarece îşi recuperează dobânda din rezultatul exploatării înainte de impozitare, în calitate de prim participant la procesul de repartizare a rezultatelor financiare ale firmei. Acesta simte manifestarea riscului economic doar atunci când profitul brut a scăzut sub nivelul dobânzilor datorate de firmă. De menționat, că riscul financiar nu există atunci când investitorul nu apelează la capital împrumutat, însă este cu atât mai puternic cu cât capitalul împrumutat este mai mare.

---

[1] Stancu I. – Finanțe, Editura Economică, București, 2002, p.870

Scanned with OKEN Scanner

Proprietarii (acţionarii, asociaţii) sunt remuneraţi din profitul net rămas după plata tuturor datoriilor către terţi. Din această cauză ei suportă atât riscul economic cât şi cel financiar, adică atât consecinţele scăderii profitului brut din cauza diminuării cifrei de afacere, cât şi a profitului net datorită plăţii dobânzilor.

Există o regulă elementară în afaceri; remunerarea investitorilor trebuie făcută după mărimea riscului asumat de fiecare participant.

Investitorii direcţi (acţionarii, asociaţii) trebuie să fie mai bine remuneraţi, deoarece suportă două riscuri, comparativ cu investitorii indirecţi (împrumutătorii) care sunt nevoiţi să facă faţă doar unuia din cele două.

În concluzie, costul capitalului propriu trebuie să fie mai mare decât costul capitalului împrumutat, iar ambele este necesar să fie fundamentate, funcţie de riscurile care se manifestă în domeniile în care se investesc acele capitaluri.

Rentabilitatea financiară, ca expresie a costului capitalului propriu, reflectă eficienţa investiţiilor făcute de proprietari indiferent dacă ele sunt corporale sau financiare, datorită comparabilităţii riscurilor cu care se confruntă investitorii în cele două situaţii.

În modelul echilibrului activelor financiare (MEDAF) se dă o soluţie problemei comensurării costului capitalului propriu luând în considerare riscul propriu investiţiilor financiare:

$$rata\ rentabilitatii\ \ capitalurilor\ \ proprii = r_0 + \beta(r_m - r_0), \text{ unde}$$

r_0 = rata rentabilităţii investiţiilor fără risc,
r_m = rata rentabilităţii medii pe piaţa financiară a acţiunilor,
β = riscul specific societăţii examinate.

Coeficientul β_F se poate calcula pentru fiecare societate în parte pornind de la coeficientul β_S ce exprimă riscul sectorului de activitate din care face firma în cauză[1]:

$$\beta_{firmei} = \beta_{sectorului}[1 + (1 - T)\frac{D}{C_p}] \text{ unde,}$$

T este cota de impozit pe profit,
D este mărimea datoriilor financiare nete,
C_p sunt capitalurile proprii

[1] Philippe de la Chapelle - L'evaluation des enterprises, Economica, Paris, 2002, p.45

Scanned with OKEN Scanner

4.5. Efectul de levier financiar

Efectul de levier (pârghie) reflectă rezultatele unei activități desfășurate în condițiile folosirii unui punct de sprijin. Efectul de levier financiar are drept scop creşterea rentabilității financiare prin modificarea structurii financiare. În urma efectului de levier financiar se așteaptă sporirea eficienței folosirii capitalurilor proprii (a rentabilității financiare) pe seama creşterii mărimii capitalului împrumutat. Acest lucru este posibil dacă exista o marjă între rentabilitatea așteptată a capitalurilor investite (proprii şi împrumutate), pe de o parte, care trebuie să fie cât mai mare şi costul capitalului împrumutat, pe de altă parte, care ar trebui să fie cât mai mică. Concret, firma este necesar să obțină împrumuturi cu dobânzi mici şi în acest caz sumele să fie cât se poate de mari şi pe care să le folosească cu rentabilități mult superioare mărimii dobânzilor datorate.

Dacă se manifestă efectul de levier financiar atunci relația dintre rentabilitatea financiară (r_f) şi rata rentabilității economice (r_{cc}) ar trebui să arate astfel:

$$r_f > r_{cc}$$

adică posibilitățile de remunerare a capitalurilor proprii sunt majorate prin adăugarea la profitul obținut, din folosirea capitalului propriu, a diferenței rămase dintre profitul rezultat din utilizarea capitalului împrumutat şi dobânda plătită împrumutătorilor.

Pentru a evidenția efectul de levier este necesară prezentarea ratelor de rentabilitate economică şi financiară, a evoluției relației dintre ele în urma modificării compoziției capitalurilor.

Rata rentabilității economice (r_{cc}), numită în practică economică anglo-americană return on capital employed (abreviat ROCE), exprimă eficiența cu care sunt utilizate capitalurile investite de către firmă, fie că sunt proprii sau împrumutate. Ea se calculează ca un raport între rezultatul exploatării (R_{ex}), mai puțin impozitul pe profit şi suma capitalurilor proprii (C_p) şi a datoriilor financiare nete (D).

$$r_{ec} = \frac{R_{ex} x(1-T)}{C_p + D}, \text{ unde}$$

T este cota de impozit pe profit.

Rata rentabilității financiare (r_f), numită şi return on equity (ROE) exprimă eficiența folosirii capitalurilor proprii. Această rată se stabileşte prin raportarea rezultatului net curent (R_n) la capitalurile proprii:

Scanned with OKEN Scanner

$$r_f = \frac{R_n}{C_p}$$

Rezultatul net se poate scrie în funcție de rezultatul exploatării ca fiind:

$R_n = (R_{ex} - C_f)x(1-T)$ unde C_f sunt cheltuielile financiare,

$R_n = R_{ex}x(1-T) - C_f x(1-T)$

Dacă avem în vedere că rata reală a dobânzii (r_{rd}) se determină:

$$r_{rd} = \frac{C_f(1-T)}{D} \text{ atunci}$$

$R_n = r_{ec}x(C_p + D) - r_{rd}xD = r_{ec}xC_p + (r_{ec} - r_{rd})xD$,

$r_f = \frac{R_n}{C_p}$ înlocuind în relație formula rezultatului net:

$$\left[r_f = r_{ec} + (r_{ec} - r_{rd})\frac{D}{C_p} \right]$$

În relația de mai sus raportul $\frac{D}{C_p}$ reprezintă levierul financiar, diferența

($r_{ec} - r_{rd}$) este brațul levierului, iar produsul $(r_{cc} - r_{rd})\frac{D}{C_p}$ este efectul de levier.

Efectul de levier poate spori în urma:

- creşterii r_{ec}, lucru posibil prin selectarea celor mai eficiente investiții;
- minorării r_{rd}, adică prin contractarea celor mai ieftine împrumuturi de pe piața financiară şi cu mult mai mici decât rentabilitatea economică a investițiilor;
- majorarea, maxim posibil, a capitalului împrumutat (evident cel mai ieftin). Odată cu acest fapt sporeşte şi riscul financiar. Se impune, fără îndoială, un echilibru între dorința de sporire a efectului de levier prin creşterea capitalului împrumutat, pe de o parte şi implicarea firmei în acțiuni riscante. Aprecierea permanentă a mărimii riscului financiar se poate realiza prin compararea mărimii profitului previzionat cu masa dobânzilor de plătit pentru împrumuturile contractate[1]. Dacă există o marjă consistentă între cei doi indicatori, în sensul că masa profitului de realizat este cu mult mai mare decât masa dobânzilor de plătit, atunci se poate considera că firma este protejată împotriva riscului financiar.

---

[1] Filip Gh. – Dimensiunea financiară a întreprinderii, Eco Art, Iaşi, 1995, p.132

Scanned with OKEN Scanner

4.6. Teorii privind optimizarea structurii financiare a întreprinderii

Incidența schimbării structurii capitalului asupra valorii firmei este subiectul unei impresionante munci de cercetare. O parte din teoriile elaborate susțin că structura financiară are un rol neutru asupra valorii firmei. Cele mai numeroase construcții teoretice demonstrează însă contrariul, în sensul că structura financiară optimă are un efect pozitiv asupra valorii de piață a întreprinderii.

Legătura între eficientizarea prin optimizarea structurii financiare a procesului de constituire - utilizare a capitalurilor şi realizarea obiectivului managementului firmei, respectiv sporirea valorii de piață a acesteia, poate fi pusă în evidență, cu ajutorul următoarelor relații[1]:

- valoarea unei acțiuni este:

$$P_0 = \frac{D_1}{R_{cp}}, \text{ unde}$$

P_0 este prețul curent al acțiunii,

D_1 sunt dividendele în numerar, în sumă constantă,

R_{cp} este rata (cerută) a rentabilității capitalurilor acționarilor investitori,

- în cazul că toate câştigurile sunt plătite exclusiv sub formă de dividende în numerar, ecuația poate fi scrisă;

$$P_0 = \frac{C_{pa}}{R_{cp}}, \text{ unde}$$

C_{pa} sunt câştigurile pe o acțiune, iar

- pentru toate acțiunile firmei relația devine;

$$V_a = \frac{\sum C_{pa}}{R_{cp}}, \text{ unde}$$

V_a este valoarea totală de piață a acțiunilor firmei.

Dacă avem în vedere faptul că suma valorilor de piață ale tuturor acțiunilor firmei exprimă valoarea de piață a acesteia, atunci relația mai sus amintită apare în mod evident ca fiind justificată.

---

[1] Bucătaru Dumitru – Capitalurile firmei, Sedcom Libris, Iaşi, 1999, p.86

Scanned with OKEN Scanner

Între teoriile care abordează problema structurii financiare remarcăm: teoria clasică sau tradiţională, teoria lui Miller şi Modigliani şi teoria modernă.

Teoria clasică sau tradiţională privind structura financiară a firmei. Această teorie consideră că între structura financiară şi valoarea de piată a firmei nu există nici o legătură. Ea îşi propune ca prin minimizarea costurilor capitalului întreprinderii să se optimizeze structura financiară a acesteia. Prin optimizarea structurii financiare are loc sporirea câştigurilor oferite acţionarilor. Grafic, teoria clasică privind costul capitalurilor firmei se prezintă ca în figura nr.10.

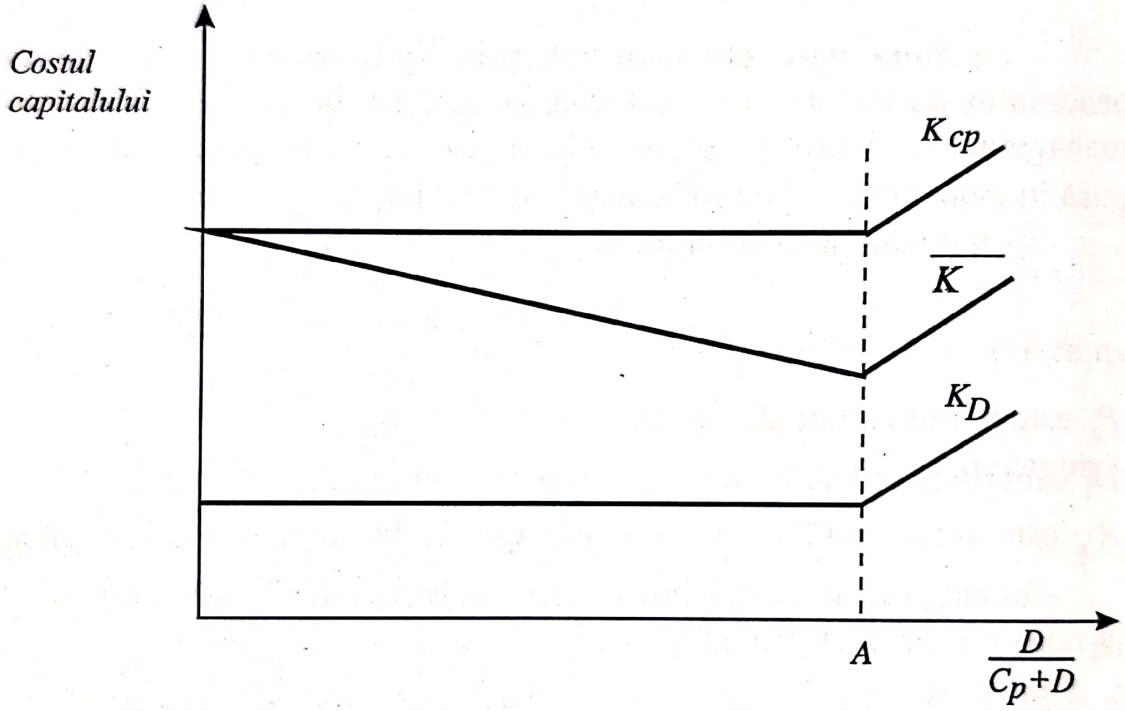


Fig.nr.10. Dimensiunea costului mediu al capitalului după teoria clasică

Deşi mărimea îndatorării sporeşte, costul acesteia K_D rămâne constant, atât timp cât creditorii nu percep nici o expunere semnificativă la creşterea riscului de neonorare a obligaţiilor firmei faţă de aceştia.

Într-un anumit punct "A", creditorii consideră că datoria a atins o proporţie critică, sporind totodată riscul financiar, din care cauză cer o compensaţie mai mare pentru asumarea acestui risc.

Costul capitalului propriu (K_{cp}) este superior costului datoriilor în toate cazurile, din cauză că acţionarii cer compensaţii mai mari decât creditorii, deoarece suportă două riscuri, cel al afacerilor cât şi cel financiar. O firmă solvabilă trebuie să plătească dobânda pentru împrumuturi dar, nu este obligată să declare dividende pentru plata acţionarilor, dacă doreşte să-şi conserve

Scanned with OKEN Scanner

numerarul. În situaţia falimentului, creditorii trebuiesc plătiţi în întregime, înainte de orice distribuire de dividende acţionarilor.

Teoria clasică a structurii financiare susţine că atât acţionarii cât şi creditorii se tem de o îndatorare prea mare. Ca urmare, atunci când proporţia datoriei creşte dincolo de un punct critic, notat de noi cu "A" (fig.8.), costul fondului (capitalului) propriu sporeşte, pentru a-i compensa pe acţionari pentru expunerea lor, într-o măsură mai mare riscului neonorării obligaţiilor de plată faţă de ei, de către firmă. Atâta vreme cât firma poate împrumuta fonduri şi/sau capitaluri ieftine, costul mediu scade. Costul mediu (compus în proporţia cea mai mare posibilă din fonduri (capitaluri) ieftine şi în cea mai mică posibilă din fonduri (capitaluri) scumpe) este la nivelul cel mai scăzut în punctul "A". Din acest punct, costul mediu ($\overline{K}$) începe să crească datorită sporirii costurilor ambelor surse de finanţare.

Conform teoriei clasice, procesul de constituire a fondurilor este eficientizat în punctul A, unde structura financiară este optimă, iar :

- costul capitalurilor permanente este minim,
- ponderea datoriei are cel mai bun nivel.

Această teorie are anumite semnificaţii. În primul rând, aceasta presupune că managerul financiar trebuie să gestioneze proporţia datoriei pentru a păstra structura capitalului în punctul optim.

Teoria clasică nu oferă managerului posibilitatea concretă prin care să găsească punctul optim, acest lucru necesitând un proces de încercări repetate. În plus, elaborarea teoretică având ca subiect structura capitalului susţine că localizarea punctului optim poate varia de la un domeniu de activitate la altul şi în funcţie de schimbările ce au loc în economie din cauza fazelor ciclului afacerilor. O altă consecinţă a teoriei clasice este aceea conform căreia firma trebuie să-şi sporească noile fonduri într-o proporţie care să asigure menţinerea structurii optime.

Teoriile financiare ulterioare abordează într-un mod mai complex relaţia dintre procesul de optimizare a structurii financiare şi creşterea valorii de piaţă a întreprinderii.

Începând cu anul 1958, doi economişti americani, Franco Modigliani şi Merton Miller, îşi concentrează preocupările ştiinţifice legate de studierea relaţiei dintre costul capitalurilor, structura acestora şi valoarea de piaţă a întreprinderii. Pentru coerenţa şi profunzimea construcţiilor teoretice aceştia primesc în anul 1985 premiul Nobel pentru economie.

Într-o primă variantă, teoria lui Miller şi Modigliani se sprijină pe câteva premise:

Scanned with OKEN Scanner

- firma utilizează doar două modalităţi de finanţare, acţiuni comune şi împrumuturi;

- firma nu plăteşte nici un fel de taxe sau impozite.

În aceste condiţii, o investiţie de 400.000 unităţi monetare finanţată în întregime prin acţiuni comune şi în urma căreia se obţine un excedent brut al exploatării de 100.000 u.m., contribuie la sporirea valorii firmei la 1.000.000 u.m.:

$$V_a = \frac{100.000}{0,10} = 1.000.000 \text{ u.m.}$$

În cazul în care firma decide să finanţeze investiţia de 400.000 u.m. prin contractarea de împrumuturi în locul acţiunilor comune rezultatele devin:

- împrumutul are o rată a dobânzii de 6%, notată K_s, astfel încât câştigurile (dividendele) disponibile acum pentru deţinătorii de acţiuni sunt;

Excedent brut	*100.000*
Dobânda (400.000 x 0,06)	*24.000*
Câştiguri înainte de impozit	*76.000*
Impozit	*zero (în prima variantă a teoriei)*
Câştiguri după impozit	*76.000*

- împărţind câştigurile deţinătorilor de acţiuni comune, în sumă de 76.000 u.m., la rata rentabilităţii, prevăzută de 10%, valoarea aparentă a acţiunilor comune este;

$$\frac{76.000}{0,10} = 760.000 \text{ u.m.}$$

În final, cu valoarea datoriei angajată de 400.000 u.m., valoarea aparentă totală a firmei ar fi:

valoarea totală a firmei (V_p) = valoarea de piaţă a acţiunilor comune (V_a) + valoarea de piaţă a datoriei (V_d)

$V_p = V_a + V_d = 760.000 + 400.000 = 1.160.000$ *u.m.*

Dacă rata rentabilităţii capitalurilor aparţinând acţionarilor investitori rămâne 10%, simpla utilizare a împrumutului în locul finanţării prin capitalurile proprii a condus aparent la creşterea valorii firmei de la 1.000.000 u.m. la 1.600.000 u.m. În acest punct, Modigliani şi Miller au ridicat o problemă importantă.

Este rezonabil ca rata rentabilităţii cerută de investitorii de capital (acţionari) să rămână neschimbată în timp ce împrumutul, în opoziţie cu acţiunile comune, este preferat ca sursă de finanţare ? Răspunsul lor este - nu,

Scanned with OKEN Scanner

deoarece riscul a fost sporit din cauză că folosirea împrumutului provoacă o scurgere de cash-flow înainte de a ajunge ceva la acționarii comuni. Acest risc cuprinde posibilitatea de a nu primi un câştig, precum şi creşterea variabilității câştigurilor pe o acțiune, cuvenite pentru un levier financiar sporit.

Modigliani şi Miller au dezvoltat modelul lor făcând următoarele presupuneri suplimentare celor deja menționate:

- *Piața capitalurilor este perfectă.* Într-o piață perfectă a capitalurilor cumpărarea şi vânzarea titlurilor de valoare nu implică costuri de tranzacție (sau taxe de borkeraj). Toți investitorii au acces legal şi fără nici un cost la informații şi există un număr mare de cumpărători individuali, nici unul dintre aceştia neputând afecta individual prețul pieței.

- *Datoria (împrumutul) este fără risc.* Orice împrumut contractat de investitori este de obicei un împrumut sigur (fără risc) indiferent cât este de mare. Prin urmare, rata dobânzii, pentru tot împrumutul, este o rată fără risc.

- *Clasele riscului.* Toate firmele pot fi grupate în clase de risc pe baza variației excedentului lor brut.

- *Estimații omogene.* Investitorii individuali sunt de acord asupra valorii a venitului viitor al firmei, adică media excedentului brut al firmei înregistrat în diferite perioade.

În mod corespunzător, cei doi economişti au dedus următoarele două propoziții referitoare la evaluarea titlurilor de valoare în firme cu structuri diferite ale capitalului:

Propoziția 1. Valoarea de echilibru pe piață a oricărei firme este independentă de structura sa de capital şi este dată prin capitalizarea excedentului său brut estimat prin rata potrivită pentru o firmă care îşi asigură finanțarea doar din capitalurile acționarilor, în clasa sa de risc[1]:

$$V_p = V_a + V_d = \frac{EBE}{R_{cp_1}} = V_{p_1}$$

unde:

V_p - valoarea de piață pentru o firmă, care nu are o singură formă de finanțare;

V_a - valoarea de piață a acțiunilor firmei;

1 E. Pinches - Essentials of Financial Management, Harper Collins Publichers, Kansas, 1990, pag. 405

Scanned with OKEN Scanner

R_{cp_1} - rata rentabilității cerută a capitalurilor acționarilor investitori pentru o asemenea firmă (cu finanțare doar pe seama capitalurilor acționarilor);

V_{p_1} - valoarea de piață pentru o firmă finanțată numai prin capitalurile acționarilor.

EBE - excedentul brut al exploatării.

Propoziția 2. Costul capitalurilor aparținând acționarilor pentru o firmă care-şi asigură finanțarea numai din acest fel de capitaluri, (R_{cp}) este egal cu rata corespunzătoare a capitalurilor pentru o astfel de firmă - în interiorul clasei de risc, plus o primă de risc egală cu raportul dintre datorie şi capitalul acționarilor, înmulțit cu diferența dintre rata rentabilității cerută de acționari (R_{cp_1}) şi costul datoriei, (K_D):

$$R_{cp} = R_{cp_1} + (R_{cp_1} - K_D)(V_d / V_a)$$

Considerând cele două propoziții împreună, cei doi economişti concluzionează că în cazul "fără taxe şi impozite" nu există avantaj sau dezavantaj față de finanțarea cu acțiuni comune. Orice economii din finanțarea prin contractarea de împrumuturi sunt imediat compensate de o mai mare rentabilitate cerută de deținătorii de acțiuni comune (datorată riscului financiar mai mare), lăsând firma şi acționarii în aceeaşi situație ca înainte.

Valoarea totală de piață a firmei trebuie să rămână 1.000.000 u.m. ($V_p = V_{p_1}$), pentru că nimic din valoare nu a fost creat. Ne putem gândi la împrumut ca fiind un proiect al valorii nete actualizate zero; de aceea $V_p = V_{p_1}$. Prin deducerea datoriei de 400.000 u.m., observăm că valoarea acțiunilor, V_a, este 600.000 u.m. deoarece câştigurile înainte de impozit pentru deținătorii acțiunilor comune sunt de 76.000 u.m., relația poate fi soluționată pentru rentabilitatea cerută (fixă) pe capitalul acționarilor (R_{cp_1}):

$$R_{cp_1} = \frac{\sum \text{cistiguri/actiune}}{\sum \text{valoarea de piata a actiunilor}} = \frac{76.000}{600.000} = 0{,}1267 = 12{,}678\%$$

Alternativ, putem utiliza în mod direct relația:

$$R_{cp} = R_{cp_1} + (R_{cp_1} - K_D)(V_d/V_a) = 10\% + (10\% - 6\%)\,(400.000 / 600.000) = 12{,}67\%$$

Acționarii investitori, deținători de acțiuni comune, nici nu au câştigat, nici nu au pierdut din utilizarea împumutului în cazul "fără taxe şi impozite".

Scanned with OKEN Scanner

Astfel, valoarea firmei nu se schimbă, în schimb, creşterea riscului financiar determină creşterea ratei rentabilităţii de către acţionari, aşa încât orice câştig, aparent rezultat din utilizarea unei finanţări mai ieftine prin împrumuturi, este complet echilibrat.

Utilizând ecuaţia avem:

$$\overline{K} = K_D(\frac{V_d}{V_d + V_a}) + R_{cp_1}(\frac{V_a}{V_d + V_a}) = 6\% \cdot \frac{400.000}{1.000.000} + 12{,}67\% \cdot \frac{600.000}{1.000.000} =$$

$$= 6\% \cdot 0{,}4 + 12{,}67\% \cdot 0{,}6 = 2{,}40\% + 7{,}60\% = 10{,}0\%$$

unde, $\overline{K}$ este media ponderată a costului capitalului, iar $\frac{V_d}{V_p}; \frac{V_a}{V_p}$ reprezintă ponderile datoriei respectiv a acţiunilor comune în totalul capitalului.

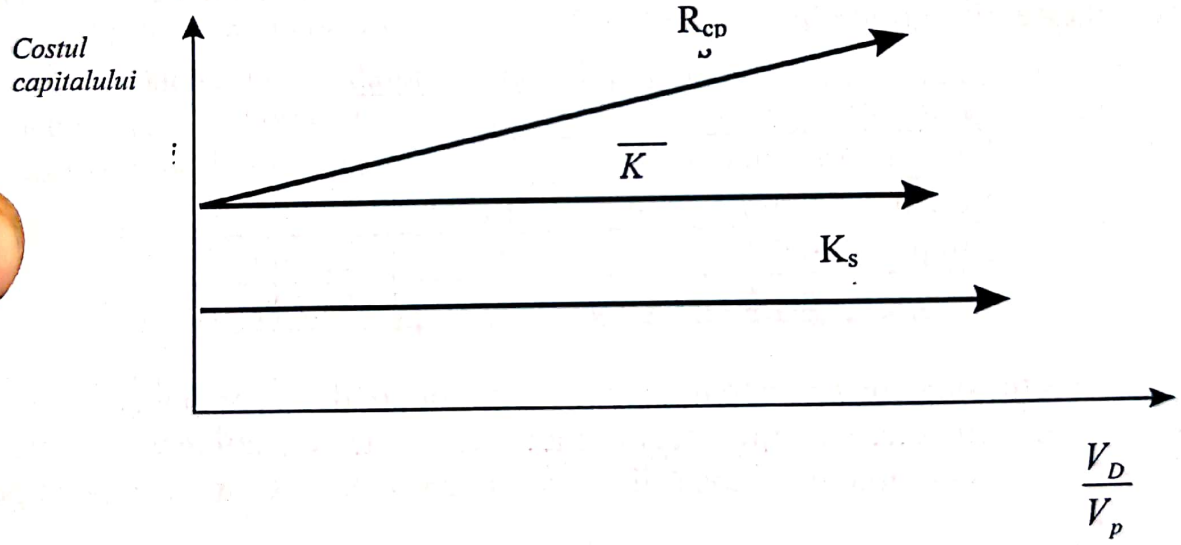


Fig.nr.11. Evoluţia costului mediu ponderat în teoria lui Miller şi Modigliani

Se poate observa că, pe măsură ce firma sporeşte efectul levierului financiar (prin deplasarea spre dreapta), valoarea firmei rămâne constantă.

Modelul Miller şi Modigliani cu impozit pe profit presupune că se introduce în exemplu, impozitul pe profit cu o cotă de 30%. Pentru un excedent brut de 100.000 u.m. firma are nevoie de o investiţie de 400.000 u.m.:

Scanned with OKEN Scanner

Excedent brut	100.000
Dobânda	0
Câştiguri înainte de impozit	100.000
Impozit (30%)	30.000
Câştiguri după impozit	70.000

Deoarece sunt angajate numai acţiuni comune, rata rentabilităţii cerute este de 10%, adică ($R_{cp_1} = 10\%$), valoarea totală a firmei ($V_p = V_{p_1}$), este egală cu valoarea acţiunilor, respectiv:

$$V_{p_1} = V_p = \frac{\text{excedent brut (1 - T)}}{R_{cp_1}} = \frac{70.000}{0{,}10} = 700.000 \text{ u.m.}$$

În cazul în care se utilizează un împrumut de 400.000 u.m. în locul capitalului acţionarilor rezultatele se prezintă astfel[1]*:*

- la un împrumut de 400.000 u.m. şi o rată a dobânzii de 6% masa dobânzii este de 24.000 u.m.;

Excedent brut	100.000
Masa dobânzii (M_d)	24.000
Câştiguri înainte de impozit (EBE)	76.000
Impozit (30%)	22.800
Câştiguri după impozit	53.200

- costul surselor aferente tuturor investiţiilor are două componente,
- 53.200 u.m. plătite acţionarilor, calculată cu ajutorul relaţiei; (Excedentul brut al exploatării – Masa dobânzii)(1 – Cota de impozit pe profit)
- 24.000 u.m. dobânda, plătită deţinătorilor de obligaţiuni.

Deci, în total sumele plătite celor două grupe de investitori (acţionari şi împrumutători) sunt:

$$(EBE - M_d)(1 - T) + M_d = EBE\ (1\text{-}T) + E_f$$

Pentru a găsi valoarea de piaţă (V_p) a firmei, trebuie să calculăm valoarea prezentă a ecuaţiei. Termenul E_f reprezintă *o scutire de impozit* (prin folosirea unor cheltuieli deductibile din impozit, de exemplu, cheltuielile cu plata dobânzii pentru datoria contractată). Deoarece toate împrumuturile sunt

[1] E.Pinches – Op.cit., p.406

Scanned with OKEN Scanner

lipsite de risc, valoarea prezentă a scutirii de impozite datorită dobânzii plătite(V_L) poate fi găsită prin împărţirea la K_b, astfel obţinem:

$$V_p = \frac{excedent\ brut \cdot (1 - T)}{R_{cp_I}} + \frac{E_f}{K_D}$$

Pe baza ecuaţiei putem scrie:

$V_p = V_a + E_f$, unde E_f este economia fiscală (datorită deductibilităţii cheltuielilor cu dobânda).

În situaţia dată, împrumutul este de 400.000 u.m. (toate sunt obligaţiuni) valoarea de piaţă a firmei fiind de:

$$V_p = 700.000 + 0{,}30 \cdot 400.000 = 820.000 \text{ u.m.},$$

şi deoarece $V_p = V_a + V_d$, atunci,

$$V_a = V_p - V_d$$

iar pentru situaţia considerată, $V_a = 820.000 - 400.000 = 420.000$ u.m.

Dacă raportul datorie / capitalul acţionarilor, este de 400.000 / 420.000, acelaşi rezultat poate fi obţinut prin ajustarea propoziţiei 2, pentru situaţia cu taxe şi impozite, după cum urmează:

$$R_{cp} = R_{cp_I} + (R_{cp_I} - K_D)(1 - T)\left(\frac{V_d}{V_a}\right)$$

$$= 10\% + (10\% - 6\%)\,(1 - 0{,}30)\ \ (400.000 / 420.000)$$

$$= 10\% + 2{,}8\%\ \ (95{,}2\%) = 10\% + 2{,}67\% = 12{,}67\%$$

$$V_a = \frac{(EBE - M_d\,(1 - T)}{R_{cp}} = \frac{53.200}{0{,}1268} = 420.000 \text{ u.m.}$$

Prin utilizarea pârghiei financiare, a crescut valoarea totală a firmei de la 700.000 u.m. la 820.000 u.m. Aceasta este compusă din creşterea valorii datorită utilizării acţiunilor V_a = 420.000 u.m. şi a împrumuturilor (obligaţiunilor), V_d = 400.000 u.m.

În cazul finanţării doar prin acţiuni comune, media ponderată a costului capitalului ($\overline{K}$) este egală cu costul capitalului acţionarilor, R_{cp}, care este de 10%. Utilizăm ecuaţia pentru a determina costul capitalului:

Scanned with OKEN Scanner

$$\overline{K} = K_D(1-T)(\frac{V_d}{V_a+V_d}) + K_D(\frac{V_a}{V_a+V_d}) = 6\%\,(1-0{,}30)\cdot\frac{400.000}{400.000+420.000} +$$

$$+12{,}67\,\%\,\frac{420.000}{820.000} = 2{,}05\% + 6{,}49\% = 8{,}54\%$$

Comparativ:

	Finanțare exclusiv prin acțiuni	Finanțare combinată (acțiuni și împrumut – obligațiuni)
Valoarea totală a acțiunilor	700.000	420.000
Valoarea totală a datoriei	0	400.000
Valoarea totală a firmei	700.000	820.000
Rentabilitatea capitalului cerută de acționari	10%	12,67%
Media ponderată a capitalului	10%	8,54%

Efectul propagat prin aplicarea (după deducerea dobânzilor) a impozitului pe profit, introdus în model, semnifică faptul că guvernul acordă o subvenție pentru utilizarea împrumutului. Atât timp cât firmele sunt profitabile acest lucru este important, deoarece dobânda este o cheltuială deductibilă din profitul impozabil.

Prin utilizarea împrumutului, firma poate să crească valoarea sa totală și să micșoreze costul mediu ponderat al capitalului $\overline{K}$.

Riscul financiar crește pe măsura contractării împrumutului, ilustrată prin creșterea costului acțiunilor comune, (R_{cp}). Chiar și cu această creștere a riscului financiar, modul de calcul a impozitului pe profit are ca efect subvenționarea utilizării împrumutului, ceea ce are ca rezultat o creștere a efectului levierului financiar care conduce la creșterea valorii totale a firmei și descreșterea costului capitalului pentru firma respectivă. Atât timp cât firma este profitabilă, utilizarea îndatorării este avantajoasă.

Firmele sunt cointeresate datorită avantajelor fiscale, să se finanțeze exclusiv prin împrumuturi. Analiza făcută de Miller și Modigliani este însă foarte mult simplificată și se bazează pe un anumit număr de presupuneri, în realitate, trebuie avut în vedere și alți factori, precum:

Scanned with OKEN Scanner

- costurile financiare ale falimentului;
- costuri "de agenție";
- argumentul personal al lui Miller referitor la impozit;
- informațiile asimetrice.

Costurile falimentului includ costuri legale şi alte costuri directe asociate cu procedurile previn falimentul sau reorganizarea firmei. Acestea sunt costurile legate de căderea firmei şi numai avocații beneficiază de pe urma lor.

Pe lângă costurile directe, sunt alte costuri indirecte asociate dificultăților financiare, care includ:

- comenzile anulate (şi pierderi din vânzări) datorate clienților alarmați de starea firmei;
- proiectele de investiții cu profitabilitate amânată (exemplu: valoarea prezentă netă pozitivă) dacă acestea nu produc imediat cash-flow;
- ineficiența cauzată de plecarea angajaților cheie sau de distragerea atenției de la problemele conducerii firmei;
- pierderea flexibilității financiare.

Suma costurilor directe şi indirecte reprezintă costurile financiare ale falimentului, care afectează şi costul datoriei, şi costul capitalului acționarilor (deoarece atât obligatarii cât şi acționarii cer o remunerare mai mare).

Dacă, în acord cu studiile efectuate în acest sens, costurile directe reprezintă cam 3% din valoarea firmei, iar împreună cu costurile indirecte reprezintă aproximativ 10% - 15% din valoarea firmei; putem concluziona că acestea sunt destul de mari pentru a afecta valoarea firmei.[1] Atât timp cât costurile financiare şi scutirile de impozit nu ne pot indica o posibilă structură capitalului, se poate sugera că:

- firmele cu o probabilitate mai mare în a experimenta pericolele financiare, vor împrumuta mai puțin;
- firmele cu rate ale impozitelor mai înalte primesc o subvenție mai însemnată şi vor împrumuta mai mult.

O ofertă de schimb reprezintă oferta firmei de a schimba acțiunile ei comune contra obligațiunilor sale, sau invers. Structura capitalului este afectată, iar o creştere a datoriei conduce la creşterea remunerării pretinse de acționari.

Costurile de agenție. Aceste costuri pot să apară datorită prezenței acționarilor, managerilor şi obligatarilor. Mai întâi să considerăm acționarii şi

---

1 Ibidem, p.408.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

managerii. Atât timp cât firma este deținută și condusă de un singur întreprinzător, nu pot să apară complicații. În această situație, întreprinzătorul maximizează propria bogăție, balansând combinația salarii - câștig suplimentar special, (cum ar fi: o mașină a companiei, un birou luxos și altele), și valoarea de piață a acțiunilor comune ale firmei.

Pe măsură ce firma se dezvoltă, întreprinzătorul trebuie să-și asigure nevoile financiare cu ajutorul fondurilor externe, emițând acțiuni comune sau obligațiuni. Mai mult, pe măsura dezvoltării firmei, cei care asigură noul capital (patronii) delegă autoritatea de decizie unui grup de management, separat (acesta este agentul a cărui prezență determină cheltuiala amintită), delegare care poate duce la un conflict de interese, fie între agent și patron, fie între patroni. Asemenea conflicte pot fi rezolvate numai prin costurile de agenție, care diminuează valoarea firmei.

Diferența între prețul acțiunii fără probleme cu existența agenției și prețul când există "problema agenției" apărută prin vânzarea de acțiuni emise pentru procurarea capitalurilor noi necesare investițiilor, reprezintă un cost de agenție care conduce la reducerea valorii firmei. Pe de altă parte, întreprinzătorul și noii co-proprietari pot intra într-un acord, prin care să asigure că întreprinzătorul va acționa în interesul tuturor acționarilor, din care cauză nu va apare un cost "de agenție".

O altă formă a problemei "de agenție" apare între acționari și obligatari. Dacă împrumutul este mai riscant, tendința va fi de transformare a obligațiunilor în acțiuni și, pentru a preveni o astfel de expropriere a bogăției lor, obligatarii vor cere tipuri variate asigurării și mecanisme de supraveghere. Costul creerii acestor instrumente este un alt cost de agenție.

Deci, costurile de agenție sunt generate de relațiile de agenție definite ca fiind un contract prin care o persoană oarecare recurge la serviciul unui terț pentru a îndeplini, în numele său și pentru contul său o sarcină precisă.[1] Acestea sunt de fapt relații de mandat, prin care un mandatar execută dispozițiile date de mandant. Practicarea acestor relații este menită să aplaneze conflictele dintre părți, în cazul în speță, dintre acționari și managerii întreprinderii.

Prin urmare, repartiția optimală între datoriile pe termen lung și capitalurile proprii este aceea, care luînd în considerare costurile de agenție maximizează valoarea firmei. În aceste condiții optimul este dat de nivelul minim al costurilor totale de agenție.

---

1 G. Pinches- Op. Cit. p. 413

Valoarea firmei cu o structură a capitalului care cuprinde atât acţiuni, cât şi obligaţiuni şi care include costuri financiare "de faliment" şi "de agenţie", V_p , la început creşte, dar apoi descreşte la un nivel mai mic decât cel corespunzător unei firme de tipul celei prezentate în modelul Miller şi Modigliani situaţia "cu taxe". Există o structură optimă a capitalului V_d/V_a în care avantajele provenite din împrumuturi sunt compensate cu suma valorii prezente a costurilor financiare ale "falimentului" şi "de agenţie".

$V_p = V_{p_1}$ + valoarea prezentă a economiilor din taxe şi impozite - valoarea prezentă a costurilor financiare ale falimentului - valoarea prezentă a costurilor „de agenţie"

4.7. Indicatori de structură financiară a firmei

Indicatorii de structură a pasivelor servesc la aprecierea structurii financiare a firmei a compoziţiei capitalului prin prisma surselor de constituire a acestuia. Calculul trebuie făcut numai după afectarea rezultatelor (profitului) pe destinaţiile dorite altfel există probabilitatea luării în considerare a unor date eronate. Astfel, neeliminarea dividendelor de repartizat poate creşte soldul datoriilor pe termen scurt, aşa după cum profitul afectat constituirii diferitelor feluri de rezerve poate conduce la sporirea mărimii capitalului propriu.

Studiul ratelor de structură, permite obtinerea de informaţie cu privire la modul în care se asigură şi se menţine echilibrul financiar al întreprinderii. Acest obiectiv se înfăptuieşte atunci când se evaluează şi se compară diferitele tipuri de plasamente cu resursele aferente. De asemenea din analiza evoluţiei structurii activelor şi pasivelor sale se pot desprinde concluzii cu privire la slăbiciunile, dar şi punctele tari ale managementului întreprinderii în privinţa manierei în care asigură consistenţa echilibrului financiar.

Structura financiară a întreprinderii poate fi studiată construind câţiva indicatori selectivi specifici şi anume:

- coeficientul capitalului propriu a cărui nivel se apreciază, fie prin raportul:

$$\frac{Capital\ propriu}{Capital\ permanent} \geq 0{,}5$$

fie prin raportul,

$$\frac{Capital\ propriu}{Datorii\ pe\ termen\ mediu\ si\ lung} \geq 1$$

Scanned with OKEN Scanner

indicatorul relevă proporţia pe care capitalul propriu (Capital social + rezerve) o deţine în cadrul capitalului permanent. El pune în evidenţă în fond relaţia dintre capitalurile proprii avansate în circuitul economic şi capitalul împrumutat pe termen mediu şi lung evidenţiind dacă întreprinderea şi-a epuizat deja sau nu, capacitatea de a împrumuta respectiv acesul la noi capitaluri pe termen mediu şi lung. Nivelul indicatorului trebuie să fie mai mare de 0,5 în primul caz şi supraunitar în al doilea caz. În situaţiile în care el se apropie de aceste limite se indică faptul că întreprinderea nu mai poate spera în contractarea de noi împrumuturi pe termen mediu şi lung, deoarece, pe de o parte, creditorii săi, împrumutând în continuare, se expun unui risc suplimentar, pe de altă parte, acţionarii, îşi pun problema pierderii controlului firmei;

- gradul de îndatorare pe termen lung, stabilit potrivit relaţiei:

$$\frac{Datorii\ pe\ termen\ mediu\ si\ lung}{Capital\ permanent} \leq 0,5$$

Indicatorul este opusul coeficientului capitalului propriu, fiind considerat unul din indicatorii care caracterizează, atât fenomenul îndatorării întreprinderii, cât şi pe cel al echilibrului financiar pe termen lung. El permite verificarea faptului dacă întreprinderea şi-a epuizat sau nu capacitatea de îndatorare (aceasta fiind în viziunea managementului francez, de 50% din totalul resurselor cu caracter permanent);

- gradul autonomiei financiare, determinat potrivit relaţiei de calcul:

$$\frac{Capitalul\ propriu}{Capitalul\ imprumutat\ (totalul\ datoriilor\ pe\ termen\ scurt, mediu\ si\ lung)}$$

Indicatorul mai este denumit uneori, rata îndatorării totale, rata finanţării şi adesea la modul general rata solvabilităţii[1]. El este menit să reflecte potenţialul de finanţare a nevoilor firmei pe seama resurselor proprii de capital şi odată cu acestea, expunerea la risc, dar şi gradul de autonomie a întreprinderii faţă de creditorii săi.

Aplicaţie

Să se stabilească capacitatea de îndatorare maximă a unei întreprinderi cunoscând structura pasivului şi limitele uzuale ale indicatorilor de îndatorare:

[1] G.Depallens, Gestion financière de l'entreprise, 7e édition, Edition Sirey, Paris, 1977, p.297.

Scanned with OKEN Scanner

- *capitalul propriu (C_p) – 500 miliarde lei*
- *datorii pe termen mediu şi lung (D_{TML}) – 300 miliarde lei*
- *datorii pe termen scurt (D_{TS}) – 400 miliarde lei*
- *total pasiv (T_P) – 1.200 miliarde lei*

Rezolvare

Capitalul permanent (C_{PER}) reprezintă suma dintre capitalul propriu şi datoriile pe termen mediu şi lung:

$$C_{PER} = C_P + D_{TML} = 500 + 300 = 800 \text{ miliarde lei}$$

Datoriile totale: $DT = D_{TML} + D_{TS} = 300 + 400 = 700$ *miliarde lei*

De aici rezultă următoarele valori pentru indicatorii de îndatorare:

- *Gradul de indatorare pe termen lung* $= \frac{D_{TML}}{C_{PER}} = \frac{300}{800} = 0{,}375 < 0{,}5$
- *Gradul de autonomie financiara* $= \frac{C_p}{DT} = \frac{500}{700} = 0{,}714 > 0{,}5$
- *Coeficientul capitalului propriu* $= \frac{C_P}{D_{TML}} = \frac{500}{300} = 1{,}67 > 1$

Conform indicatorului gradului de autonomie financiară datoriile totale pot fi de cel mult două ori mai mari decât capitalul propriu, adică cel mult egale cu 1.000 miliarde lei. Respectând această condiţie firma se mai poate îndatora cu 300 miliarde lei.

Presupunând că aceste datorii sunt contractate în întregime pe termen mediu şi lung rezultă că noul coeficient al capitalului propriu va fi egal cu: $\frac{500}{300+300} = \frac{500}{600} = 0{,}83$ *. Or, mărimea acestui indicator trebuie să fie supraunitară. De aici rezultă că acea creştere a datoriilor de 300 miliarde lei nu are loc în întregime pe termen mediu şi lung, ci şi pe termen scurt.*

Datoriile pe termen mediu şi lung nu pot creşte decât cel mult până la valoarea capitalului propriu (500 miliarde lei), deci cu cel mult 200 miliarde lei.

În aceste condiţii, datoriile suplimentare contractate se vor diviza astfel:

- *200 miliarde lei – pe termen mediu şi lung*
- 100 miliarde lei – pe termen scurt.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 5. PLASAMENTE DE CAPITAL PE TERMEN LUNG

5.1. Conținutul și criterii de clasificare a investițiilor

Investițiile sunt consecința principalei decizii financiare a întreprinderii, care presupune crearea de capacități de producție și de comercializare. Conceptul de investiții este deosebit de complex fiind tratat în mod diferit de către economiști în funcție de punctul de vedere adoptat de aceștia.

Într-o accepțiune largă, investițiile reflectă plasamentul de capitaluri lichide (mijloace bănești) atât în imobilizări pe termen lung de natură corporală, necorporală și în participațiuni, cât și în imobilizări pe termen scurt[1]. Într-o manieră asemănătoare, investițiile sunt definite și în reglementări legale privind investițiile din țara noastră (Ordonanța nr.92/1997 privind stimularea investițiilor directe), respectiv ca "participare la constituirea sau extinderea unei întreprinderi în oricare din formele juridice prevăzute de lege, dobândirea de acțiuni sau părți sociale ale unei societăți comerciale, cu excepția investițiilor de portofoliu, precum și înființarea sau extinderea în România de sucursale de către societăți comerciale străine".

În înțeles restrâns, investițiile reprezintă cheltuieli ce se efectuează pentru obținerea de active imobilizate, prin construire, reconstruire, lărgire, modernizare sau achiziționare de mașini, utilaje, instalații, clădiri, mijloace de transport etc. Investiții sunt considerate și cheltuielile referitoare la lucrările de proiectare, prospecțiuni și explorări geologice și pregătirea personalului ce va lucra la obiectivele de investiție[2].

În viziune economică, investițiile înseamnă constituirea capitalului fix, adică a factorilor fizici de producție și de comercializare. Acești factori contribuie la funcționarea întreprinderii pe mai multe cicluri de exploatare succesive.

În optică financiară, investițiile sunt concretizarea deciziei de a efectua cheltuieli, în prezent, în active imobilizate, prin exploatarea cărora se estimează obținerea, în viitor, eșalonat în timp, a unor fluxuri de încasări. F.Aftalion

---

[1] I.A.Giurgiu – Finanțele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.57.

[2] Bistriceanu Gh., ș.a. - Finanțele agenților economici, Editura Didactică și Pedagogică R.A., București, 1995, p.117.

Scanned with OKEN Scanner

consideră că a investi "înseamnă a renunța, astăzi la mijloace băneşti în speranța realizării unor încasări viitoare, distribuite în timp"[1].

Din punct de vedere contabil, investițiile semnifică diminuarea soldurilor conturilor de lichidități concomitent cu sporirea soldurilor de imobilizări fie că sunt corporale, necorporale sau financiare. P.Massé afirmă că investițiile "constau în transformarea mijloacelor financiare în bunuri concrete"[2].

Considerăm că investițiile pot fi definite ca alocări sau cheltuieli legate: de crearea de noi active imobilizate cu destinație productivă sau socială; de înlocuire a celor uzate; de dezvoltare şi/sau modernizare a celor existente, de achiziționare de active circulante precum şi de participațiuni.

Indiferent de punctele de vedere conform cărora se definesc investițiile, se pot observa câteva trăsături caracteristice:

- cu ocazia desfăşurării investiției se produce o transformare a valorii din forma bănească în forme materiale diverse (echipamente materiale, bunuri financiare, informații etc.) care au durate de viață economică îndelungate;
- prin procesele de valorificare care urmează se speră obținerea unei valori suplimentare concretizată într-un surplus monetar;
- operațiunile de constituire a activelor imobilizate, dar mai ales cele de valorificare suportă numeroase riscuri care dau caracter aleatoriu rezultatelor;
- pe timpul desfăşurării investiției are loc o imobilizare de mijloace financiare al cărei cost trebuie acoperit în viitor de rezultatele nete sperate.

Investițiile se clasifică după mai multe criterii. Astfel, din punct de vedere al *naturii* lor investițiile se grupează în:

- investiții materiale concretizate în active ce privesc creşterea sau modernizarea capacității de producție;
- investiții imateriale realizate, în principal, în programe de cercetare, programe informatice, în pregătirea personalului precum şi cele de reclamă şi publicitate;
- investiții financiare reprezentate de fondurile plasate în acțiunile şi obligațiunile achiziționate de la alte firme.

După *structura internă* investițiile se clasifică în:

- lucrări de construcții-montaj care se concretizează în clădiri, construcții speciale, amenajarea şi pregătirea teritoriului etc.;

---

[1] Aftalion F., ş.a. - Thèorie financière de l'entreprise, P.U.F., Paris, 1974.

[2] Massé P. - Le choix des investissements, Dunod, Paris, 1968, p.29.

Scanned with OKEN Scanner

- achiziţii de utilaje care necesită montaj (fixarea în fundaţii pe piloni sau postamente), sau care nu necesită montaj (mijloace de transport etc.);
- lucrări şi explorări geologice (prospecţiuni, explorări pentru conturarea şi extinderea zăcămintelor în masiv, lucrări de foraj, studii şi cercetări geologice etc.);
- alte cheltuieli concretizate în obiecte de inventar, cheltuieli cu obţinerea terenului, pentru supravegherea tehnică pe durata realizării investiţiei etc.

Din punct de vedere al *modului de executare a lucrărilor*, investiţiile se împart în:

- investiţii executate în antrepriză care privesc lucrările executate de firmele specializate în construcţii-montaj;
- investiţii executate în regie care se referă la lucrările ce se pot realiza cu forţele proprii ale beneficiarului.

Din punct de vedere al *legăturii cu obiectul principal* investiţiile au următoarea structură:

- investiţii de bază în care se includ obiectele şi dotările care asigură exploatarea normală a proiectului prevăzut;
- investiţiile colaterale care privesc obiectele de investiţii legate teritorial şi funcţional de investiţia directă precum centrala termică, reţelele de canalizare, racorduri de utilităţi etc.;
- investiţiile conexe sunt cele care se realizează în alte întreprinderi sau sectoare ca efect al realizării investiţiei de bază pe linia aprovizionării şi desfacerii sau acoperirii cu utilităţi.

Din punct de vedere al *resurselor de finanţare*, investiţiile pot fi[1]:

- finanţate din fonduri proprii;
- finanţate din fonduri împrumutate.

Între criteriile de clasificare a investiţiilor o importanţă aparte îl prezintă cel care priveşte *structura resurselor angajate*. Conform acestuia investiţiile se împart în:

- investiţii brute care sunt realizate prin mobilizarea în principal a amortizării şi a profitului firmei;
- investiţii nete care sunt finanţate doar pe seama profitului.

Aceste două categorii sunt utilizate în teoria dar şi practica economică fiind recomandate pe plan internaţional pentru a asigura comparabilitatea investiţiilor în ceea ce priveşte volumul şi caracterul lor.

---

[1] I.Neagoe - Finanţele întreprinderii, Editura Ankarom, Iaşi, 1997, p.116.

Scanned with OKEN Scanner

5.2. Elemente financiare ale investiţiilor

În evaluarea investiţiilor trebuie să se ţină cont de caracteristicile financiare ale efortului depus şi efectelor obtenabile. Efortul şi efectele unei investiţii sunt evidenţiate cu ajutorul următoarelor elemente:[1]

- *suma cheltuielilor de investiţii;*
- *durata de viaţă a investiţiei;*
- *profitul suplimentar sau economiile la costurile de exploatare;*
- *valoarea reziduală a investiţiei.*

Cheltuilelile de investiţii sunt formate din totalitatea sumelor folosite pentru achitarea activelor care reprezintă obiectul respectivei investiţii, precum şi cele pentru plata transportului, montajului, eventual, a taxelor vamale. Cheltuielile reflectă, în principiu, efortul investitorului şi sunt reflectate în devizele elaborate cu aceast ocazie. Costul unei investiţii de aport în natură este dat de mărimea dividendelor care trebuiesc plătite aportului respectiv.

Durata de viaţa a investiţiei are semnificaţii diverse, urmare a unghiurilor diferite din care este tratată. Astfel, aceasta poate fi durata fiscală (contabilă), tehnică, comercială sau juridică, aspecte dezvoltate în partea privind elementele de calcul ale amortizării.

Beneficiile suplimentare sunt rezultatul unei diferenţe favorabile investitorului, între fluxurile marginale pozitive (încasări) şi cele negative (plăţi). Acest lucru înseamnă că sporirea încasărilor, urmare a investiţiei, faţă de situaţia anterioară investiţiei, depăşeşte creşterea plăţilor, apreciată în acelaşi mod, datorită aceleiaşi cauze: investiţia. Diferenţa din sporul de încasări şi sporul de plăţi se concretizează în fluxul marginal de trezorerie.

Fluxurile marginale de trezorerie (FMT) sunt determinate de:[2]

- excedentul brut de exploatare obţinut suplimentar (EBE_S);
- economiile fiscale din amortizare şi provizioanale calculate (A);
- variaţia marginală a nevoii de fond de rulment (ΔNFR);
- subvenţiile primite pentru noua investiţie (s);
- variaţia sumelor obţinute din cesiunea activelor dezinvestite (ΔV_e).

În aceste condiţii, fluxurile marginale de trezorerie ar putea fi stabilite funcţie de elementele menţionate anterior, astfel:

---

1 Stancu I. – Gestiunea financiară a agenţilor economici, Editura Economică, Bucureşti, 1994, p.253

2 Stancu I. – Op. cit., p.255

Scanned with OKEN Scanner

$FMT = EBE_S(1-T) + A \pm \Delta NFR + S \pm \Delta V_r(1-T)$, unde T este cota de impozit pe profit.

Valoarea reziduală exprimă preţul posibil de realizat, după încheierea duratei de viaţă a investiţiei, prin valorificarea activelor rămase, la preţurile oferite pe piaţă. Sumele obţinute din valorificarea activelor scoase din funcţiune reprezintă resurse importante pentru realizarea investiţiilor de înlocuire;

5.3. Criterii de selectare a investiţiilor

5.3.1. Criterii de selectare a investiţiilor într-un mediu sigur

Complexitatea procesului investiţional prezintă o serie de particularităţi care impun metode diverse şi laborioase de apreciere a eficienţei sale. În acest sens se poate afirma că durata desfăşurării acestui proces este mare, datorită perioadei de creare a imobilizărilor, în care se pregătesc condiţiile tehnico-materiale pentru viitoarea activitate de exploatare. Din această cauză mijloacele angrenate în procesul investiţional sunt "producătoare", în acest timp, din punct de vedere financiar, de pierderi aşa zis convenţionale, justificate de perioada obiectiv necesară de transformare a monedei în mijloace materiale. Eficientizarea procesului investiţional poate fi asigurată, în această fază, prin selectarea acelor proiecte care prin utilizarea capitalurilor întreprinderii să conducă la crearea imobilizărilor în cel mai scurt timp.

În procesul investiţional are loc o accentuată separare a două grupuri de fluxuri: unele vizează fluxurile financiare negative, concretizate în cheltuielile efectuate, iar altele sunt fluxurile financiare pozitive reprezentate prin încasările ce apar odată cu începerea activităţii de exploatare. În consecinţă, cheltuielile se efectuează "în prezent", în timp ce rezultatele se vor obţine "în viitor". Această situaţie crează dificultăţi în aprecierea eficienţei constituirii capitalurilor pentru investiţii, deoarece efortul şi efectul nu se situează în acelaşi moment, fapt ce prejudiciază credibilitatea concluziilor, fapt ce impune actualizarea sau capitalizarea, tehnici de eliminare a neajunsului menţionat.

Procesul investiţional presupune colaborarea unui număr important de participanţi: proprietari-investitori, împrumutători, întreprinderi partenere, salariaţi, stat, fiecare cu interese bine individualizate, de multe ori chiar divergente. Indicatorii de eficienţă ai constituirii capitalurilor pentru investiţii

Scanned with OKEN Scanner

sunt construiţi astfel încât să reflecte obiectivele unora, sau ale tuturor celor implicaţi în acest proces.

În constituirea şi utilizarea capitalurilor pentru investiţii, pe anumite perioade de timp se manifestă o serie de riscuri. Din această cauză este absolut necesar să se evalueze dimensiunea fiecărui risc potenţial, în vederea selectării doar a acelor proiecte, cel mai bine protejate.

Capitalurile întreprinderii se concretizează, în urma transformării lor din forma bănească în forma materială, într-o diversitate de active imobilizate a căror contribuţie la rezultatele financiare este adesea dificil de determinat, şi atunci doar cu ajutorul unui număr mare de indicatori. Necesitatea utilizării mai multor criterii de apreciere a eficienţei investiţiilor este determinată, deci, atât de complexitatea procesului investiţional, cât şi de limitele pe care fiecare criteriu le conţine. Aceste limite reflectă incapacitatea indicatorilor utilizaţi de a surprinde, fiecare în parte, sub toate aspectele, eficienţa procesului investiţional. În acest context, profesorul B. Colasse constată că între indicatorii utilizaţi în aprecierea eficienţei investiţiilor în active imobilizate, cei mai frecvenţi întâlniţi în practică sunt: rata internă de rentabilitate cu 58,4% din cazuri şi termenul de recuperare a investiţiilor, cu 34,5% [1] .

Criteriile utilizate în aprecierea eficienţei proiectelor de investiţii pot fi clasificate în două grupe:[2]

A. criterii tradiţionale (simple);

B. criterii bazate pe tehnicile de actualizare sau de capitalizare.

A. Între criteriile tradiţionale cele mai întâlnite în practica economică sunt:

- al rentabilităţii;
- al lichidităţii (al duratei de recuperare a capitalului investit);
- al costului (al economiei sau al depăşirii costului de producţie)[3].

Criteriul rentabilităţii presupune determinarea ratei rentabilităţii economice a proiectului de investitie şi apoi compararea acesteia cu rate similare ce privesc alte proiecte, sau cu mărimi ce privesc alţi indicatori ai firmei precum rata rentabilităţii capitalului fix. În economia de piaţă nu se pune problema atât a tipului de investiţie ce urmează a se realiza, cât de a selecta cele mai bune proiecte, utilizându-se cât mai eficient capitalurile disponibile. Criteriul rentabilităţii este, din această cauză, cel mai important în adoptarea

---

1 B. Colasse - Gestion financière de l'entreprise, P.U.F., Paris, 1993, pag 393.

2 P.Conso - Op.cit., p.435.

3 Opriţescu M., ş.a. - Op.cit., p.60.

Scanned with OKEN Scanner

proiectelor. Ca regulă generală, rata rentabilității (R) trebuie să fie mai mare decât costul capitalurilor proprii şi împrumutate (K):

$$R > K$$

Aprecierea proiectelor de investiție, după criteriul rentabilității, poate fi realizată cu ajutorul mai multor indicatori. Într-o viziune contabilă, cu un pronunțat caracter static, rentabilitatea este evidențiată cu ajutorul raportului:[1]

$$Rata\ rentabilitatii = \frac{Beneficiul\ net}{Investitia\ \ neta} \times 100$$

Indicatorul se calculează pentru fiecare an al duratei de viață economică a activelor fixe rezultate din investiție. Pentru a elimina influența variațiilor anuale ale beneficiilor nete, alți autori propun ca la numărătorul relației să se ia în considerare beneficiul mediu anual[2].

$$Rata\ rentabilitatii = \frac{Beneficiul\ mediu\ anual}{Investitia\ \ neta} \times 100$$

Credibilitatea indicatorului este pusă în discuție datorită modului de calcul al investiției nete anuale. Investiția netă se determină prin deducerea amortizărilor anuale din valoarea rămasă a activelor imobilizate. Indicatorul este astfel conceput, deoarece se consideră că mărimea capitalului participant la fiecare proces economic este dată de valoarea rămasă de recuperat a acestuia. Dacă avem în vedere procesul de transmitere a valorii, atunci raționamentul este corect. În realitate capitalul participă la activitatea economică cu valoarea lui de piață. Folosirea acesteia ar putea pune în evidență dimensiunea corectă a rentabilității investiției. Regulile rigide ale contabilității privind evidențierea activelor imobilizate nu permit însă acest lucru. Rentabilitățile anuale, ca urmare a luării în calcul a investiției nete, sunt tot mai ridicate către sfârşitul perioadei de viață economică a activelor imobilizate, ceea ce nu corespunde realității. Întreprinderile care folosesc acest indicator, nu pot lua decizii corecte de creştere economică, deoarece deşi ele sunt (după acest indicator) rentabile, ba chiar tot mai rentabile de la an la an, în realitate ele nu dispun de resurse nici pentru realizarea unei dezvoltări prin autofinanțare, nici pentru o garanție acceptabilă în vederea creditării.

Într-o viziune dinamică, criteriul rentabilității este aplicat prin compararea fluxurilor financiare pozitive cu cele negative ocazionate de procesul utilizării capitalurilor pentru investiții în active fixe. Rata rentabilității economice a proiectului se calculează prin raportarea cash-flow-ului anual (CF_a), la capitalul investit (I):

---

[1] Toma Mihai – Finanțe şi gestiune financiară de întreprindere, Ed.Economică, Bucureşti, 1998, pag. 45

[2] Bistriceanu Gh. ş.a. - Op. cit. pag. 127.

Scanned with OKEN Scanner

$$R = \frac{CF_a}{I} \times 100$$

Dacă cash-flow-urile anuale nu sunt egale în fiecare an, atunci se pot determina mărimi medii. Astfel, relația devine: $\overline{R} = \frac{\overline{CF_a}}{I} \times 100$

Conform acestui criteriu este acceptat acel proiect care are cea mai ridicată rată de rentabilitate. Totuși, o serie de limite fac ca acest criteriu să conducă la concluzii mai puțin credibile. Astfel:

- nu ia în considerare consecințele acțiunii factorului timp;
- nu poate realiza eşalonarea în timp a încasărilor, plăților şi implicit a profiturilor (cash-flow-urilor);
- nu calculează efectele riscurilor inerente oricărui proiect de investiție;
- deşi poate sugera care este câştigul adus de un proiect la un leu investit, calitatea concluziei este condiționată de cât de potrivită este baza de comparație.

Aplicație

O întreprindere are un activ de 100 miliarde lei şi obține o rentabilitate de 18%. În scopul extinderii activității sale, ea are în vedere selectarea unui proiect de investiții în valoare de 20 miliarde lei, a cărui rentabilitate este estimată la 25%. Ştiind că rata rentabilității cerută de acționari (costul capitalurilor proprii şi împrumutate) este de 20% să se precizeze dacă noul proiect va fi acceptat de acționari.

Rezolvare

Rezultatul total în urma implementării proiectului de investiții se calculează ca sumă între rezultatul investiției inițiale şi rezultatul investiției ulterioare:

- rezultatul investiției inițiale: $100 \times 18\% = 18$ miliarde lei

- rezultatul investiției ulterioare: $20 \times 25\% = 5$ miliarde lei

- rezultatul total al investiției: $18 + 5 = 23$ miliarde lei

Ştiind că investiția totală netă este de $100 + 20 = 120$ miliarde lei rezultă că rata rentabilității investiției este egală cu:

$$R_r = \frac{Beneficiul\ net}{Investitia\ neta} \times 100 = \frac{23}{120} \times 100 = 19{,}16\%$$

Deşi rata rentabilității întreprinderii a crescut de la 18% la 19,16% ea se situează în continuare sub exigențele acționarilor şi, prin urmare, noul proiect de investiții nu va fi acceptat de aceştia.

Scanned with OKEN Scanner

Criteriul lichidității sau al *duratei de recuperare a capitalului investit* reflectă perioada în care capitalul, odată investit şi aflat sub formă materială, revine în forma inițială, adică cea bănească, prin încasările nete realizate din exploatarea capacităților create. În eventualitatea analizării mai multor proiecte concurente care au acelaşi grad de rentabilitate, pentru alegerea investiției optime se aplică şi alte criterii cum ar fi cel al lichidității. Prin lichiditate financiară se înțelege capacitatea întreprinderii de a transforma în bani, activele de care dispune. Criteriul lichidității de selectare a investiților urmăreşte ca acestea să se recupereze cât mai repede posibil, adică investitorul să intre în posesia capitalurilor avansate şi a rentabilității scontate într-un termen cât mai scurt, pentru a le putea folosi în vederea inițierii altor operațiuni economice. De regulă, lichiditatea se stabileşte în număr de ani de recuperare a capitalurilor utilizate pentru investiții în active imobilizate.

$$\overline{C.F.} = \frac{\sum_{t=1}^{n}(C.F._t) + V.R.}{n}$$

iar, V.R. este valoarea reziduală a activelor imobilizate, iar "n" durata de funcționare a capacității create prin investiție.

Determinarea cash flow-ului mediu anual, avându-se în vedere şi sumele obtenabile din valorificarea activelor imobilizate, la scoaterea lor din funcțiune (V.R.), conferă o dimensiune mai reală fluxurilor de intrare. Manifestarea atributelor proprietății dă întreprinderii posibilitatea de a dispune de toate sursele pentru finanțarea investițiilor. Indicatorii folosiți în aprecierea eficienței utilizării capitalurilor cu această destinație trebuie construiți în conformitate cu realitățile economice. Termenul de recuperare reprezintă, deci, numărul de ani, după care suma fluxurilor marginale de trezorerie devine egală cu suma investiției. Acest indicator asigură o alegere a variantelor de investiții, în funcție de rapiditatea recuperării capitalurilor. Este o metodă simplă de luare a unei decizii de investiții ce penalizează acele proiecte unde recuperarea fondurilor investite se face într-o perioadă mai mare de timp şi care pot fi astfel afectate de riscul de nerecuperare.

Criteriul lichidității urmăreşte ca termenul de recuperare să fie mai mic decât durata de viață a investiției, cu deosebire se are în vedere să fie mai mic decât durata sa comercială. Metoda aceasta prezintă, însă, un inconvenient: elimină de la selecție proiectele de investiție cu o bună rentabilitate, dar realizată pe termen lung, care pot fi esențiale pentru prosperitatea întreprinderii. Transformările ce au loc în formele capitalului întreprinderii pot fi evidențiate, atât în faza de realizare a investițiilor cât şi ulterior în cea de

Scanned with OKEN Scanner

exploatare. Astfel, cu ocazia înfăptuirii investițiilor lichiditatea de ansamblu a activelor firmei se diminuează datorită modificării compoziției capitalului ca urmare a sporirii ponderii activelor cu durată de viață îndelungată. După punerea în funcțiune a obiectivului, amortizarea activelor imobilizate împreună cu profitul, obținut din vânzarea producției, permit întreprinderii recuperarea capitalului consumat. Durata de recuperare apare astfel la convergența dintre mărimea investiției avansate și mărimea cumulată a cash-flow-ului. Durata de recuperare a investiției (D.r.) se determină cu ajutorul relației:

$$D.r. = \frac{I}{\overline{C.F._a}}, \text{ unde}$$

$\overline{C.F._a}$ este cash-flow-ul mediu anual.

Conform acestui criteriu, cel mai bun proiect este acela care permite recuperarea cea mai rapidă a investițiilor efectuate. Simplitatea aplicării lui il face ușor utilizabil în alegerea proiectelor, însă prezintă o serie de inconveniente, unele specifice criteriilor care nu se bazează pe actualizare:

- nu ia în considerare eșalonarea în timp a fluxurilor de încasări și plăți;
- neglijează efectele ce se produc după recuperarea investițiilor;
- avantajează proiectele care permit acumularea rapidă a capitalului în raport cu cele la care acest proces se realizează pe perioade lungi.

Aplicație

O întreprindere are de ales între două proiecte de investiții caracterizate prin aceeași mărime a investiției inițiale (I_0) de 5.000 u.m., dar prin cash-flow-uri anuale diferite. Astfel, pentru primul proiect sunt estimate următoarele cash-flow-uri: $CF_1 = 2.500$ u.m. , $CF_2 = 2.800$ u.m. , $CF_3 = 2.500$ u.m., $CF_4 = 3.200$ u.m. și $CF_5 = 3.000$ u.m., în timp ce pentru al doilea sunt estimate trei cash-flow-uri anuale egale de 2.400 u.m. Să se precizeze care dintre cele două proiecte de investiții va fi acceptat dacă întreprinderea urmărește recuperarea cât mai rapidă a capitalurilor investite.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

Rezolvare

Cash-flow-urile medii anuale pentru cele două proiecte sunt:

$$\overline{CF_1} = \frac{2500 + 2800 + 2500 + 3200 + 3000}{5} = \frac{14000}{5} = 2800 \text{ u.m.}$$

$$\overline{CF_2} = \frac{2400 + 2400 + 2400}{3} = 2400 \text{u.m.}$$

De aici rezultă că durata de recuperare a investiţiei va fi pentru primul proiect: $Dr_1 = \frac{I_0}{\overline{CF_1}} = \frac{5000}{2800} = 1{,}79$ *ani, iar în cazul celui de-al doilea proiect:* $Dr_2 = \frac{I_0}{\overline{CF_2}} = \frac{5000}{2400} = 2{,}08$ *ani. Se observă că în ambele cazuri termenul de recuperare a investiţiei este mai mic decât durata de viaţă a acesteia, însă primul proiect are o lichiditate mai mare şi, prin urmare, va fi acceptat.*

Criteriul costului este aplicabil cu precădere în cazul selectării investiţiilor de înlocuire şi îndeosebi a celor ce vizează modernizarea. Aplicarea criteriului presupune parcurgerea a două etape:[1]

1) determinarea economiei (E) sau a depăşirii costurilor de producţie (D), urmare a investiţiei conform relaţiei: $E(D) = (C_o + \frac{V_r}{D_r}) - (C_1 + \frac{V_i}{D_l})$, unde

C_0 sunt costurile de exploatare, exclusiv cheltuielile privind amortizarea înainte de investiţie;
V_r este valoarea rămasă a mijlocului fix prevăzut a fi înlocuit;
D_r este durata de funcţionare rămasă a mijlocului fix de înlocuit;
C_1 sunt costurile de exploatare, mai puţin amortizarea aferentă mijlocului fix, prevăzut a se achiziţiona;
V_i este valoarea de intrare a noului mijloc fix;
D_l este durata normală de funcţionare a noului mijloc fix;

2) dacă în urma calculelor se obţine o economie, se continuă cu stabilirea ratei randamentului investiţiei (r): $r = \frac{E}{V_i - V_r} \times 100$

Dacă rata randamentului investiţiei este superioară ratei randamentului mijloacelor fixe ale firmei, proiectul poate fi acceptat.

---

[1] Opriţescu M., ş.a. - Gestiunea financiară a întreprinderii, Editura Dova, Craiova, 1996, p.61.

Scanned with OKEN Scanner

Aplicaţie

O întreprindere are în vedere înlocuirea unui mijloc fix cu o valoare şi o durată de funcţionare rămase de 100 milioane lei, respectiv 2 ani ce comportă costuri de exploatare de 80 milioane lei cu un mijloc fix cu o valoare de intrare de 500 milioane lei şi o durată normală de funcţionare de 8 ani, pentru care sunt estimate costuri de exploatare de 20 milioane lei. În condiţiile în care rata randamentului mijloacelor fixe ale firmei este de 10% să se precizeze dacă proiectul de achiziţie a noului mijloc fix va fi acceptat.

Rezolvare

Se determină economia sau depăşirea costurilor de producţie ca urmare a investiţiei în noul mijloc fix:

$$E(D) = (C_o + \frac{V_r}{D_r}) - (C_1 + \frac{V_i}{D_l}) = \left(80 + \frac{100}{2}\right) - \left(20 + \frac{500}{8}\right) = 47,5 \text{ milioane lei}$$

Rezultă că prin achiziţia mijlocului fix se va realiza o economie de 47,5 milioane lei.

Rata randamentului investiţiei va fi egală cu:

$$r = \frac{E}{V_i - V_r} \times 100 = \frac{47,5}{500 - 100} \times 100 = 11,88\%$$

Întrucât rata randamentului investiţiei este superioară ratei randamentului mijloacelor fixe ale firmei (10%) proiectul va fi acceptat.

B. Criteriile bazate pe tehnicile de actualizare sau de capitalizare sunt urmarea strădaniilor, atât ale teoreticienilor cât ale practicienilor economişti, de reflectare mai corectă a eficienţei proiectelor de investiţii. În acest sens, se impune ca atât efortul cât şi efectul ce privesc o investiţie să se refere la acelaşi moment. Aceasta deoarece, în procesul investiţional există un decalaj temporal între perioada efectuării cheltuielilor de investiţii (faza I) şi cea a obţinerii rezultatelor (faza a II-a). În prima fază se înregistrează fluxuri financiare negative (cheltuieli privind crearea activelor imobilizate) iar în a II-a, fluxuri financiare pozitive (încasări din vânzarea producţiei diminuate cu cheltuielile de exploatare) respectiv surplusul monetar (fig.nr.12):

Scanned with OKEN Scanner

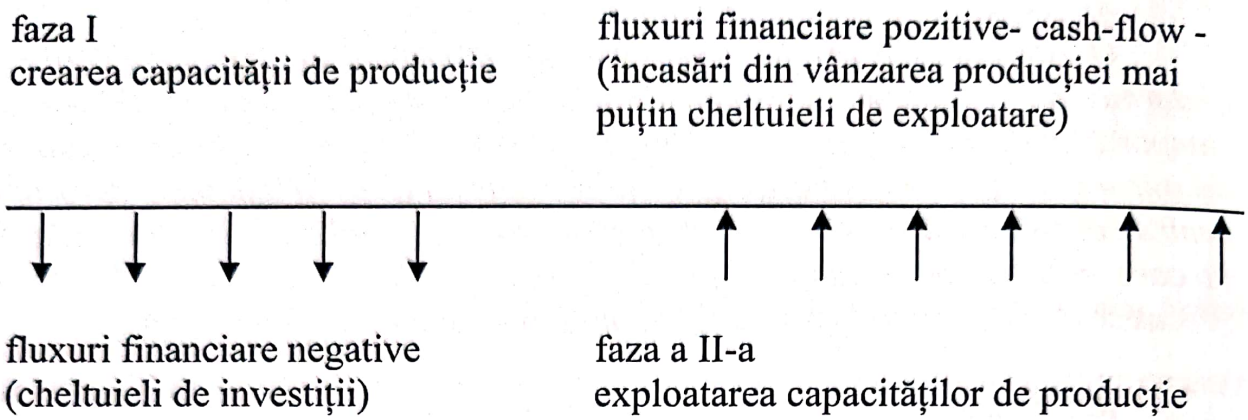


Fig.nr.12. Evoluţia fluxurilor financiare în procesele de creare şi de utilizare ale capacităţilor de producţie

Există un adevăr incontestabil: printr-o utilizare rațională, valori prezente pot fi sporite în viitor. Pentru asigurarea comparabilității datelor, aparținând unui proiect de investiție ce vizează prezentul, cu cele care privesc viitorul, se apelează la tehnici cu ajutorul cărora se multiplică valorile prezente, în viitor, sau se diminuează cele viitoare, în prezent.

Capitalizarea este tehnica cu ajutorul căreia se poate calcula nivelul viitor, la o anumită dată, a unei sume plasate în momentul actual. Dacă luăm în considerare rata rentabilității "r" la care un anumit capital "C" poate fi fructificat, atunci în anul "t" valoarea capitalului rezultat din calculele capitalizării este:

- după un an capitalul are un nivel nou "C_1":

$$C_1 = C + C \cdot r = C(1+r)$$

- după al doilea an capitalul are următoarea valoare "C_2":

$$C_2 = C(1+r)+[C(1+r)]r = (1+r)(C+Cr) = C(1+r)(1+r) = C(1+r)^2$$

- prin extrapolare, în anul t capitalul ajunge la următorul nivel:

$$C_t = C(1+r)^t$$

În legătură cu operațiunile privind capitalizarea sunt de făcut câteva remarci:

- relația $(1+r)^i$ reprezintă factor de capitalizare (fructificare);
- suma totală reprezentând capitalizarea cuprinde atât capitalul cât şi acumularea la finele fiecărui an;
- rata rentabilității "r" este luată în calcul la nivelul costului capitalului, deoarece acesta exprimă obligația minimă a investitorului.

Actualizarea este tehnica prin intermediul căreia se determină valoarea

actuală, la începutul anului unu, sau în momentul zero, a sumelor capitalizate la finele anilor 1,2,..., n. Operațiunea se realizează cu ajutorul factorului de capitalizare: $\frac{1}{(1+r)}$.

Astfel, valoarea capitalului înaintea unui an de fructificare (C) era: $C = C_1 \times \frac{1}{(1+r)}$; unde C_1 este nivelul capitalului după un an de fructificare. Relația este dedusă din $C_1 = C(1+r)$;

- înaintea a doi ani de capitalizare, mărimea capitalului este:

$$C = C_2 \frac{1}{(1+r)^2}, \text{ dedusă din } C_2 = C(1+r)^2;$$

- înaintea a „t" ani capitalul este:

$$C = C_t \cdot \frac{1}{(1+r)^t}, \text{ dedusă din } C_t = C\,(1+r)^t.$$

Prin prisma actualizării, oportunitatea investițiilor se exprimă prin capacitatea de a recupera cheltuielile din suma fluxurilor de trezorerie (F_t) actualizate;

$$F_{totale} = F_1 \times \frac{1}{1+r} + F_2 \times \frac{1}{(1+r)^2} + F_3 \times \frac{1}{(1+r)^3} + ... + F_n \times \frac{1}{(1+r)^n}, \text{ când}$$

$F_1 = F_2 = ... = F_n$ relația devine

$$F_{totale} = F_i \sum_{i=1}^{n} \frac{1}{(1+r)^n}, \text{ oportunitatea este realizată când}$$

*Suma Chelt. investiții = Suma fluxurilor totale de trezorerie actu*alizate

Dacă se utilizează capitalizarea (fructificarea) atunci oportunitatea este formulată prin posibilitatea ca suma cheltuielilor de investiții capitalizate să fie inferioară sumei fluxurilor de trezorerie viitoare:

Suma chelt.de investiții capitalizate ≤ Suma fluxurilor trezorerie

Folosirea celor două tehnici trebuie să conducă la concluzii identice pentru aceeași investiție. Formularea lor însă diferă, exemplu:

- în cazul capitalizării, o investitie este oportună dacă 1000 u.m. cheltuite astăzi oferă în perioada "t" o sumă de fluxuri de trezorerie de cel puțin 1500 u.m. (dacă rentabilitatea estimată este de 500 u.m.);
- în cazul actualizării, oportunitatea este realizată dacă pentru 1500 u.m. fluxuri de trezorerie estimate a se obține în perioada "t", se cheltuie astăzi cel mult 1000 u.m. (la aceeași rentabilitate).

Scanned with OKEN Scanner

Criteriile bazate pe tehnicile de actualizare sau de capitalizare prezintă o serie de limite:

- deşi unele sunt oportune, din punct de vedere financiar nu sunt rentabile. De aceea trebuie să se facă o disociere între rentabilitate şi calculul actuarial, pe de o parte şi productivitatea investiţiei, după darea în funcţiune şi integrarea ei în firmă, pe de altă parte. Anumite costuri legate de această productivitate, mai slabă, trebuiesc deduse din cash-flow-ul net al investiţiei;
- dacă investiţia are o durată lungă de funcţionare, intervin greutăţi în estimarea corecta a fluxurilor şi alegerea ratei de actualizare (capitalizare).

Printre indicatorii folosiţi în aprecierea eficienţei proiectelor de investiţii cei mai utilizaţi sunt: valoarea actualizată netă şi rata internă a rentabilităţii. Semnificaţia *valorii actualizate nete* decurge din legea randamentelor descrescătoare ale oportunităţilor de investiţii din economie. Potrivit acesteia randamentul marginal adică profitul la un leu investit este descrescător pe măsură ce se investeşte tot mai mult. De aceea, decidentul trebuie să ştie când să se oprească în a investi. Studierea indicatorului arată că în formularea concluziilor nu este oferit un răspuns clar ci doar premise pentru analize mai detaliate. Evaluarea investiţiilor pe baza valorii actuale şi nu a valorii viitoare, este o alegere subiectivă şi motivată de ordin tehnic. Este mai uzuală actualizarea veniturilor viitoare la momentul prezent şi compararea, pe această bază, a diferitelor variante de investiţii decât capitalizarea lor la un moment viitor, în vederea efectuării aceleiaşi comparaţii de variante ale investiţiilor. Raţionamentul este similar, dar, din conformism, literatura de specialitate a reţinut şi recomandă, mai degrabă, criteriul valorii actualizate nete. Acest criteriu se fundamentează obiectiv pe randamentele descrescătoare ale oportunităţilor de investiţii, independent de preferinţele subiective ale consumatorului. În ipoteza existenţei unei pieţe monetare nesaturate, rata medie a dobânzii pe această piaţă este aceea la care se vor actualiza veniturile viitoare din investiţia în active imobilizate, în oricare din oportunităţile de investiţii, cu randamente superioare sau egale ratei dobânzii. În aceste condiţii, orice reinvestire, ulterioară de capitaluri se poate face cel puţin prin plasamente pe piaţa monetară (nesaturată) şi nu în oportunităţi de investire cu randamente inferioare ratei dobânzii. Rata dobânzii de piaţă (r) dobândeşte astfel rolul de criteriu obiectiv de evaluare a proiectelor de investiţie şi de selecţie a celor mai eficiente. Fiind un factor exogen în modelul de evaluare, rata dobânzii, ca indicator macroeconomic, are o neutralitate în procesul de evaluare a investiţiilor care îi conferă fiabilitate şi pertinenţă în calculele de eficienţă.

Scanned with OKEN Scanner

Plusul de rentabilitate, ce rezultă din selecţia şi promovarea proiectelor de investiţii superioare investiţiei pe piaţa financiară, contribuie la creşterea valorii întreprinderii. Contribuţia fiecărui proiect de investiţii la acest supliment de valoare a întreprinderii este ceea ce se cheamă valoarea actualizată netă (V.A.N.). Măsurarea V.A.N. se face, deci, în puterea de cumpărare din prezent a monedei în care de altfel este măsurat şi efortul de investiţie. Pentru comparabilitatea fluxurilor viitoare de trezorerie, cash-flow-urile (CF_1, CF_2, CF_3) cu cheltuielile prezente de investiţii (I_1, I_2, I_3) cel mai adesea se face actualizarea celor dintâi, la rata dobânzii fără risc, respectiv exprimarea lor în lei la puterea de cumpărare de azi:

$$V.A.N. = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0$$

Acelaşi raţionament se poate face şi prin exprimarea mărimilor de comparat (investiţii şi cash-flow-uri viitoare) în lei, la puterea de cumpărare de la sfârşitul duratei de viaţă a investiţiei. În aceste condiţii, fluxurile de trezorerie, care se compară, se exprimă la mărimea lor viitoare rezultată prin capitalizarea la rata dobânzii fără risc. Criteriul de comparare este deci, valoarea viitoare netă (V.V.N.), care este capitalizarea V.A.N., pe perioada de viaţă a investiţiei (n) :

$$V.V.N. = \sum_{t=1}^{n} CF_t (1+r)^{n-t} - I_0 (1+r)^n \quad \text{sau,}$$

$$V.V.N. = V.A.N.(1+r)^n \text{ , deci}$$

pentru reciprocitate, V.A.N. reprezintă actualizarea V.V.N. pe aceeaşi perioadă economică a investiţiei: $V.A.N. = \frac{V.V.N.}{(1+r)^n}$

Valoarea actualizată netă se determină ca diferenţă între fluxurile de trezorerie viitoare şi actualizate la rata dobânzii de piaţă, respectiv valoarea lor actuală, pe de o parte şi capitalul investit, pe de altă parte. Regula V.A.N. porneşte de la ipoteza, menţionată mai sus, de piaţă monetară nesaturată. Cu cât veniturile actualizate vor fi mai mari decât capitalurile investite, cu atât proiectul de investiţie va fi mai eficient. Teoria financiară nu a găsit un criteriu mai fiabil pentru selecţia proiectelor de investiţie, decât maximizarea V.A.N. . Este vorba de valoarea actualizată netă maximă ce se poate obţine pe curba randamentelor descrescătoare ale investiţiilor în comparaţie cu rata medie a dobânzii (figura nr.13)

Scanned with OKEN Scanner

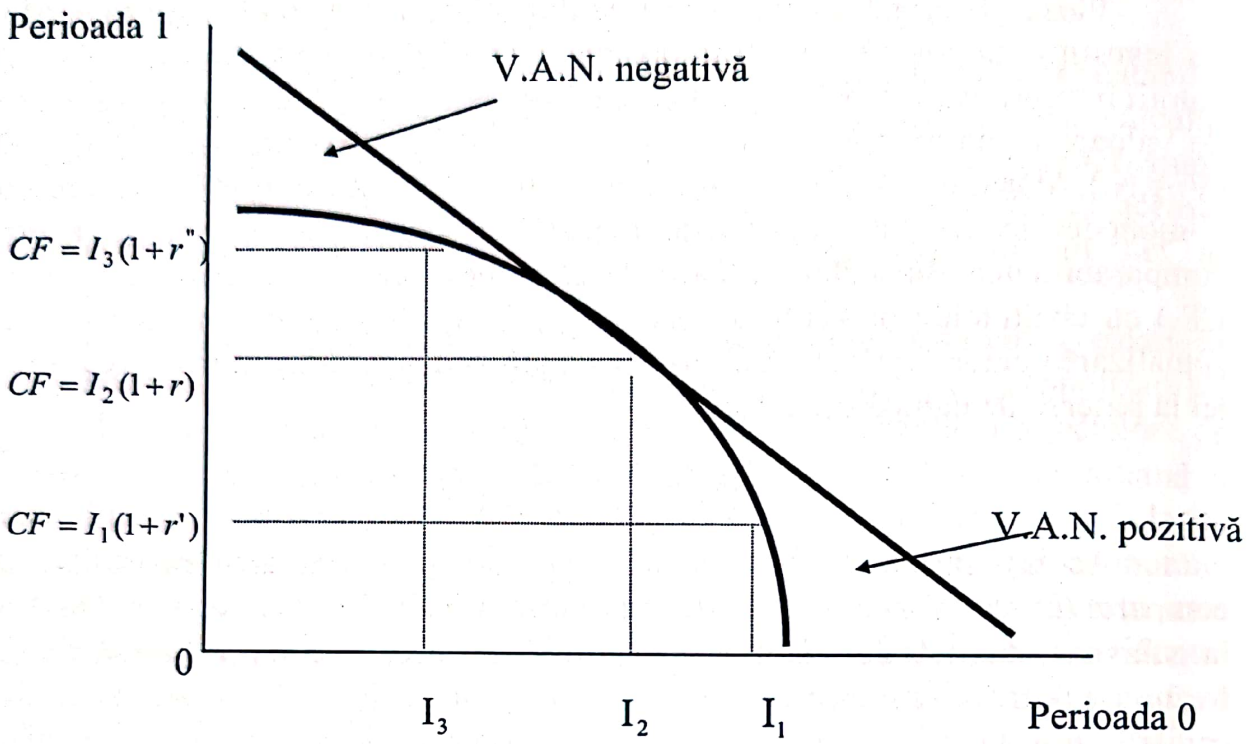


Fig.nr.13. Randamentul descrescător al investiţiilor succesive I_1,I_2,I_3 şi comparaţia cu dobânda de piaţă r

Optimul alocărilor de capitaluri este atins atunci când rata marginală de rentabilitate a ultimelor proiecte de investiţie (R.M.I.) devine cel puţin egală cu rata dobânzii de piaţă (R.M.I.≥ i). Dincolo de acest nivel al investiţiilor, ratele marginale de rentabilitate ar fi din ce în ce mai mici, în comparaţie cu rata dobânzii, iar investiţiile ar determina reducerea V.A.N. Considerând, în continuare, rata medie a dobânzii ca un randament de referinţă în materie de investiţie, regula V.A.N. de evaluare a proiectelor poate fi transpusă în termeni de rate de rentabilitate specifice fiecărui proiect de investiţie, motiv pentru care ele se mai numesc şi rate interne de rentabilitate (R.I.R.). În determinarea lor se porneşte de la ipoteza că veniturile viitoare ($C.F_t$) pot fi reinvestite constant la această rată internă de rentabilitate care urmează să se determine din relaţia iniţială a investiţiei pe piaţa monetară:

- în cazul unei perioade: $I_0(1+R.I.R.) = C.F._1$, unde $R.I.R. = \frac{C.F_1}{I_0} - 1$,

- pentru n perioade: $I_0 \cdot \sum_{t=1}^{n}(1+R.I.R.)^t = \sum_{t=1}^{n} C.F._t$,

Scanned with OKEN Scanner

unde R.I.R. este singura necunoscută iar calculul ei se face prin tatonări repetate ale unor rate care apropie cel mai mult cei doi termeni ai egalității. Proiectele de investiții care vor avea rata internă a rentabilității mai mare decât rata medie a dobânzii vor fi preferabile celor care au rata internă mai mică sau egală cu rata dobânzii (R.I.R.≤ i). Pentru un proiect de investiție, rata internă de rentabilitate exprimă rata care egalizează veniturile actualizate obținute din vânzarea producției cu costurile investiției şi a celor cu exploatarea pe întreaga perioadă de funcționare a obiectivului (fig.nr.14).

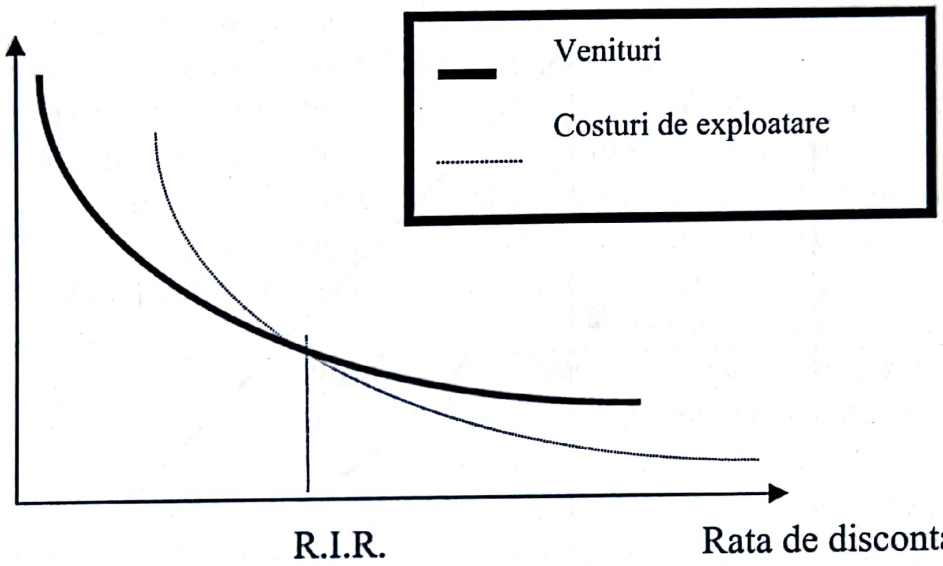


Fig.nr.14. Evoluția valorii actualizate a veniturilor şi a costului de exploatare

Determinarea ratei interne de rentabilitate se poate face şi pe cale grafică. Metoda grafică se prezintă în figura nr.15. Din asemănarea celor două triunghiuri, rezultă proporționalitatea laturilor lor[1]:

$$\Delta ABC \approx \Delta CDE \Rightarrow \frac{AB}{DE} = \frac{BC}{CE} = \frac{AC}{CD},$$

dar catetele AB respectiv DE reprezintă veniturile actualizate nete (pozitive - AB, negative - DE) ce pot fi obținute cu rata maximă respectiv minimă de actualizare:

$AB = V_1$

$DE = |V_2|$

1 Bucătaru D-tru, Tofan A., Mihai C. - Gestiunea investițiilor agroalimentare, Editura Junimea,Iaşi , 1997,pag.173.

Scanned with OKEN Scanner

Mărimea laturii BC poate fi exprimată în funcţie de valoarea optimă a ratei interne de rentabilitate (aflată în punctul C) şi valoarea minimă a aceleeaşi rate (aflată în punctul B). *BC = R.I.R. - a min.* Într-un mod similar se poate exprima şi dimensiunea laturei CE, funcţie de rata internă de rentabilitate maximă (aflată în punctul E) şi mărimea optimă a acesteia (aflată în punctul C). *CE = a max - R.I.R.*

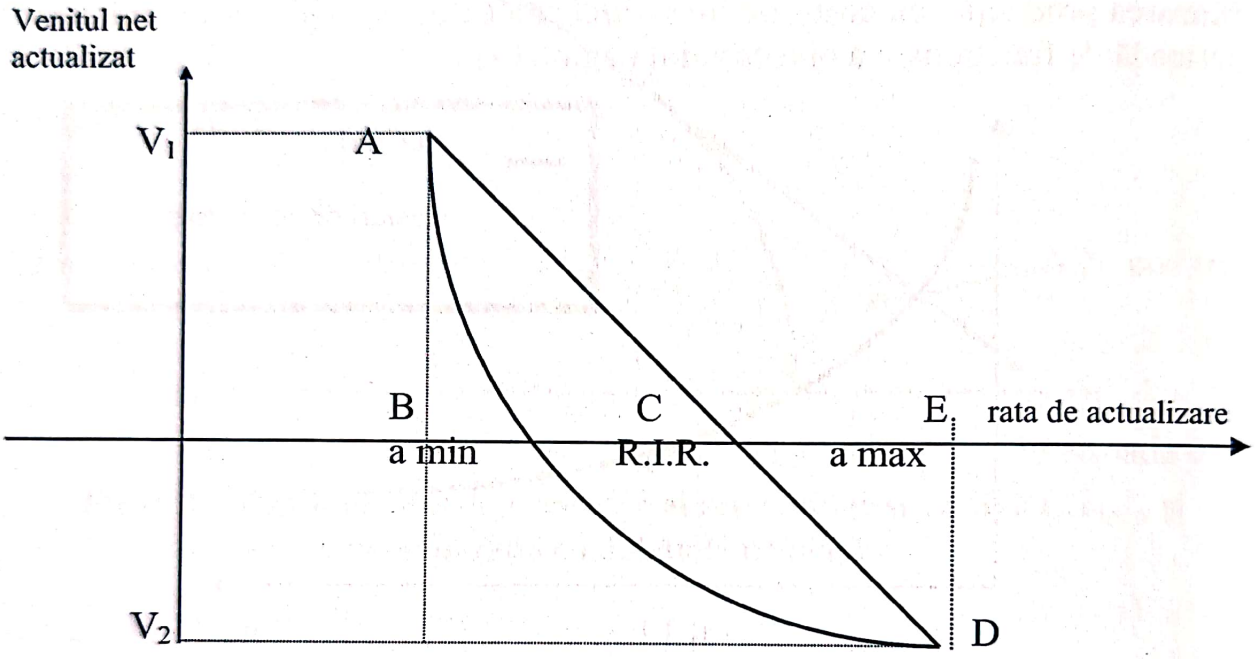


Fig.nr.15. Dimensionarea ratei interne de rentabilitate prin metoda grafică

Egalitatea $\frac{AB}{DE}=\frac{BC}{CE}$ devine:

$$\frac{V_1}{|V_2|}=\frac{R.I.R.-a.\min}{a.\max-R.I.R.} \quad \text{sau}$$

$$V_1\cdot(a.\max-R.I.R.)=|V_2|\cdot(R.I.R.-a.\min)\Rightarrow$$

$$V_1\cdot a.\max-V_1\cdot R.I.R.=|V_2|\cdot R.I.R.-|V_2|\cdot a.\max\Rightarrow$$

$$R.I.R.(V_1+|V_2|)=V_1\cdot a.\max+|V_2|a.\min\Rightarrow$$

$$R.I.R.=\frac{V_1\cdot a.\max-|V_2|\cdot a.\min}{V_1+|V_2|}=\frac{V_1 a.\max+|V_2|a.\min+V_1 a.\min-V_1 a.\min}{V_1+|V_2|}\Rightarrow$$

$$R.I.R.=a.\min+\frac{V_1}{V_1+|V_2|}(a.\max-a.\min)$$

Scanned with OKEN Scanner

Această relație reprezintă formula de calcul analitică de determinare a ratei interne de rentabilitate. Notațiile utilizate sunt următoarele:

- V_1 este venitul net actualizat pozitiv care corespunde unei rate minime de actualizare (*a. min*);
- V_2 este venitul net actualizat negativ care corespunde unei rate maxime de actualizare (*a.max*). Relațiile de actualizare *a.min.* şi *a.max.* se aleg în aşa fel încât să se obțină un venit net actualizat pozitiv pentru *a.min.* şi negativ pentru *a.max.*, iar diferența dintre aceste două rate să nu fie mai mare de 5%. Atât *a.min.* cât şi *a.max.* se stabilesc prin încercări.

Limitele acestui indicator de selecție a investițiilor constau în faptul că se bazează pe ipoteza puțin realistă a reinvestirii constante în aceeaşi întreprindere şi la aceeaşi rată internă a rentabilității veniturilor viitoare. Această ipoteză se poate justifica printr-o serie de situații care pot apărea în procesul de utilizare a capitalurilor pentru investiții în active fixe cum ar fi: depăşirea cheltuielilor pentru investiții prevăzute inițial, sporirea prețurilor la materiile prime sau combustibil şi energie, epuizarea unor surse de aprovizionare cu materii prime, depăşirea perioadei de atingere a parametrilor proiectați etc. Specialiştii financiari au propus utilizarea unei rate interne modificate, în ipoteza reinvestirii veniturilor viitoare la o rată de rentabilitate specifică întreprinderii şi nu proiectului de investiții analizat.[1] Se determină astfel o rată internă de rentabilitate modificată (R.I.R.M.), mult mai realistă pentru evaluarea proiectelor de investiții:

$$R.I.R.M. = \frac{CF_0(1+r_i)}{I_0} - 1 \quad \text{, pentru o perioadă şi}$$

$$R.I.R.M. = \frac{\sqrt{\sum_{t=0}^{n} C.F_t(1+r_i)^{n-t}}}{I_0} - 1$$

pentru n perioade în care r_i este rata de rentabilitate specifică întreprinderii la care pot fi reinvestite veniturile viitoare. În aprecierea eficienței proiectelor de investiții este recomandabil să se combine utilizarea indicatorilor valoarea actualizată netă, rata internă a rentabilității sau a ratei rentabilității modificată, cu alți indicatori. Se elimină astfel imperfecțiunile ce însoțesc un indicator sau altul în luarea deciziei optime de investiții. Cu toate acestea, regula V.A.N. este, incontestabil, metoda cea mai riguroasă de selecție a investițiilor, ea

---

1 Ion Stancu - Finanțe.Teoria piețelor financiare. Finanțele întreprinderilor. Analiza şi gestiunea financiară, Editura Economică, Bucureşti,1996, pag.198

Scanned with OKEN Scanner

prezentând cele mai puţine inconveniente pe plan conceptual. Valoarea actualizată netă, care asigură cel mai bine maximizarea valorii firmei, apare deci ca una din regulile esenţiale în materie de finanţe private şi de piaţă financiară.

Aplicaţia 1

O societate comercială are de ales între două proiecte de investiţii folosind criteriul VAN:

Proiectul A	*Proiectul B*
$I_0 = 10.000\ u.m.$	$I_0 = 10.000\ u.m.$
$n = 5\ ani$	$n = 10\ ani$
$CF_1 = 2.600\ u.m.$	$CF_1 = CF_2 = \ldots = CF_{10} = 1.650\ u.m.$
$CF_2 = 2.700\ u.m.$	$r = 10\%$
$CF_3 = 2.900\ u.m.$	
$CF_4 = 3.000\ u.m.$	
$CF_5 = 3.200\ u.m.$	
$r = 10\%$	

Rezolvare

$$VAN_A = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = \frac{2.600}{(1+0,1)^1} + \frac{2.700}{(1+0,1)^2} + \frac{2.900}{(1+0,1)^3} +$$

$$+ \frac{3.000}{(1+0,1)^4} + \frac{3.200}{(1+0,1)^5} - 10.000 = 2363,64 + 2231,41 + 2178,81 +$$

$$+ 2049,04 + 1986,95 - 10000 = 10809,85 - 10000 = 809,85\ u.m.$$

$$VAN_B = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = CF \cdot \sum_{t=1}^{n} \frac{1}{(1+r)^t} - I_0 = CF \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r \cdot (1+r)^n} - I_0 =$$

$$= 1650 \cdot \frac{(1+0,1)^{10} - 1}{0,1 \cdot (1+0,1)^{10}} - 10000 = 1650 \cdot \frac{2,59 - 1}{0,1 \cdot 2,59} - 10000 =$$

$$= 10131 - 10000 = 131\ u.m.$$

În cazul ambelor proiecte valoarea actualizată netă este pozitivă, deci fluxurile pozitive actualizate sunt superioare fluxurilor negative ale proiectelor şi prin urmare ele pot fi acceptate. Însă, întrucât cele două proiecte sunt reciproc exclusive, fiind necesară alegerea doar a unui proiect, societatea comercială va opta pentru proiectul A cu o valoare actulizată netă mai ridicată.

Scanned with OKEN Scanner

prezentând cele mai puține inconveniente pe plan conceptual. Valoarea actualizată netă, care asigură cel mai bine maximizarea valorii firmei, apare deci ca una din regulile esențiale în materie de finanțe private și de piață financiară.

Aplicația 1

O societate comercială are de ales între două proiecte de investiții folosind criteriul VAN:

Proiectul A	*Proiectul B*
$I_0 = 10.000\ u.m.$	$I_0 = 10.000\ u.m.$
$n = 5\ ani$	$n = 10\ ani$
$CF_1 = 2.600\ u.m.$	$CF_1 = CF_2 = \ldots = CF_{10} = 1.650\ u.m.$
$CF_2 = 2.700\ u.m.$	$r = 10\%$
$CF_3 = 2.900\ u.m.$	
$CF_4 = 3.000\ u.m.$	
$CF_5 = 3.200\ u.m.$	
$r = 10\%$	

Rezolvare

$$VAN_A = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = \frac{2.600}{(1+0,1)^1} + \frac{2.700}{(1+0,1)^2} + \frac{2.900}{(1+0,1)^3} +$$

$$+ \frac{3.000}{(1+0,1)^4} + \frac{3.200}{(1+0,1)^5} - 10.000 = 2363,64 + 2231,41 + 2178,81 +$$

$$+ 2049,04 + 1986,95 - 10000 = 10809,85 - 10000 = 809,85\ u.m.$$

$$VAN_B = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = CF \cdot \sum_{t=1}^{n} \frac{1}{(1+r)^t} - I_0 = CF \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r \cdot (1+r)^n} - I_0 =$$

$$= 1650 \cdot \frac{(1+0,1)^{10} - 1}{0,1 \cdot (1+0,1)^{10}} - 10000 = 1650 \cdot \frac{2,59 - 1}{0,1 \cdot 2,59} - 10000 =$$

$$= 10131 - 10000 = 131\ u.m.$$

În cazul ambelor proiecte valoarea actualizată netă este pozitivă, deci fluxurile pozitive actualizate sunt superioare fluxurilor negative ale proiectelor și prin urmare ele pot fi acceptate. Însă, întrucât cele două proiecte sunt reciproc exclusive, fiind necesară alegerea doar a unui proiect, societatea comercială va opta pentru proiectul A cu o valoare actulizată netă mai ridicată.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

Aplicația 2

Un proiect de investiții este caracterizat printr-o cheltuială inițială de 10.000 u.m. și cash-flow-uri anuale estimate de 2.500 u.m. în fiecare din cei cinci ani de viață ai investiției. În condițiile în care costul de oportunitate al capitalului este de 10% să se calculeze rata internă de rentabilitate a proiectului de investiții și să se precizeze dacă acesta va fi acceptat.

Rezolvare

Presupunem că rata minimă de actualizare (a.min) este egală cu 6%. Valoarea actualizată netă pentru această rată este egală cu:

$$V_1 = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = CF \cdot \sum_{t=1}^{n} \frac{1}{(1+r)^t} - I_0 = CF \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r \cdot (1+r)^n} - I_0 =$$

$$= 2500 \cdot \frac{(1+0{,}06)^5 - 1}{0{,}06 \cdot (1+0{,}06)^5} - 10000 = 2500 \cdot \frac{1{,}34 - 1}{0{,}06 \cdot 1{,}34} - 10000 =$$

$$= 10530{,}91 - 10000 = 530{,}91 \text{ u.m.} > 0$$

Presupunem că rata maxmă de actualizare (a.max) este egală cu 10%. Valoarea actualizată netă pentru această rată este egală cu:

$$V_2 = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = CF \cdot \sum_{t=1}^{n} \frac{1}{(1+r)^t} - I_0 = CF \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r \cdot (1+r)^n} - I_0 =$$

$$= 2500 \cdot \frac{(1+0{,}1)^5 - 1}{0{,}1 \cdot (1+0{,}1)^5} - 10000 = 2500 \cdot \frac{1{,}61 - 1}{0{,}1 \cdot 1{,}61} - 10000 =$$

$$= 9476{,}97 - 10000 = -523{,}03 \text{ u.m.} < 0$$

Rata internă de rentabilitate pentru proiectul de investiții va fi:

$$R.I.R. = a.\mathbf{min} + \frac{V_1}{V_1 + |V_2|}(a.\mathbf{max} - a.\mathbf{min}) = 6\% + \frac{530{,}91}{530{,}91 + 523{,}03} \cdot (10\% - 6\%) =$$

$$= 6\% + 0{,}504 \cdot 4\% = 8{,}01\%$$

Deoarece rata internă de rentabilitate a proiectului este inferioară ratei oferite de o alternativă comparabilă de investire rezultă că proiectul nu va fi acceptat.

5.3.2 Criterii de selectare a investiţiilor în condiţii de risc

"Orice investiţie comportă un risc. Cu cât riscul este mai mare cu atât creşte pretenţia asupra remuneraţiei (rentabilităţii) capitalurilor investite. Profitabilitatea unei investiţii asemănătoare realizată în trecut poate fi exprimată prin trei stări posibile: optimistă, pesimistă şi medie [1]. Starea optimistă este exprimată de cel mai ridicat cash flow obţinut în perioada de exploatare a investiţiei, cea pesimistă de cele mai mici rezultate ale indicatorului menţionat, iar cea de a treia de media primelor. În vederea *măsurării riscului* se parcurg o serie de etape:

- se calculează speranţa producerii fluxul cu cea mai mare probabilitate de apariţie S(CF) care este media ponderată a fluxurilor calculată pentru fiecare an de exploatare (t)"[2].

$S(CF) = \sum_{i=1}^{m} CF_{it} \cdot X_{it}$, în care *it* reprezintă numărul de stări (până la *m*) estimate ale fluxurilor de trezorerie "*i*" în anul de exploatare (*t*); X_{it} reprezintă probabilităţile de apariţie ale fluxurilor "*t*".

- se stabilesc diferenţele între nivelul fiecărei stări şi media obţinută pentru a eluda sensul negativ al uneia din cele trei diferenţe se ridică la pătrat, în aceste condiţii aleatorii, întreprinderea apreciază eficienţa utilizării capitalurilor investite în raport cu speranţa medie, dar şi cu mărimea abaterilor faţă de medie. Având aversiune faţă de risc, interesul său este de a şti dacă riscul asumării acestor abateri (variabilităţii fluxurilor de trezorerie) este bine remunerat alături de rentabilitatea medie a investiţiei.

- se înmulţesc pătratele cu ratele de rentabilitate şi se adună apoi aceste produse, mărimea riscului şi a primei de risc care se adăugă rentabilităţii medii a proiectului (în vederea determinării ratei de actualizare), este dată de dimensiunea dispersiei (μ^2) şi mai ales de rădăcina pătrată a acesteia, respectiv abaterea medie pătratică (σ) (fig.nr.16).

---

[1] I.A.Giurgiu – Finanţ ele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.68; Gh.Negoescu – Risc şi incertitudine în economia contemporană, Editura Alter Ego Cristian, Galaţi, 1995, p.77-108.

[2] I.Stancu - Finanţe, Editura Economică, Bucureşti, 1996, p.198.

Scanned with OKEN Scanner

$$\sigma_t^2 = \sum_{i=1}^{m} (CF_{it} - \mu)^2 \cdot X_{it} \quad \text{, de unde, } \quad \sigma_t = \sqrt{\sum_{i=1}^{m} (CF_{it} - \mu)^2 \cdot X_{it}}$$

Mărimea cifrică a abaterii nu spune mare lucru asupra dimensiunii riscului. De aceea este necesar să încadrăm cifra reprezentând riscul într-un interval închis (0,1), apropierea de unu semnificând un nivel ridicat iar îndepărtarea o scădere a lui. O asemenea expresie a riscului este oferită de coeficientul de variație (Cv) stabilit astfel:

$$C_v = \frac{\sigma}{S(CF)}$$

Următoarea etapă în procesul de fundamentare a deciziei de investiție în funcție de risc o reprezintă *integrarea rezultatului* în această decizie. Aceasta înseamnă că decizia este luată în deplină cunoştință de cauză a tot ceea ce s-ar putea întâmpla în viitor cu efectele deciziei de astăzi, hotărându-se în acest sens o serie de măsuri compensatorii. Integrarea riscului în decizia de investiție se face cu ajutorul mai multor metode: analiza de sensibilitate, metoda simulării, metoda ajustării ratei de actualizare, metoda echivalentelor certe, metoda arborelui de decizie etc.[1]

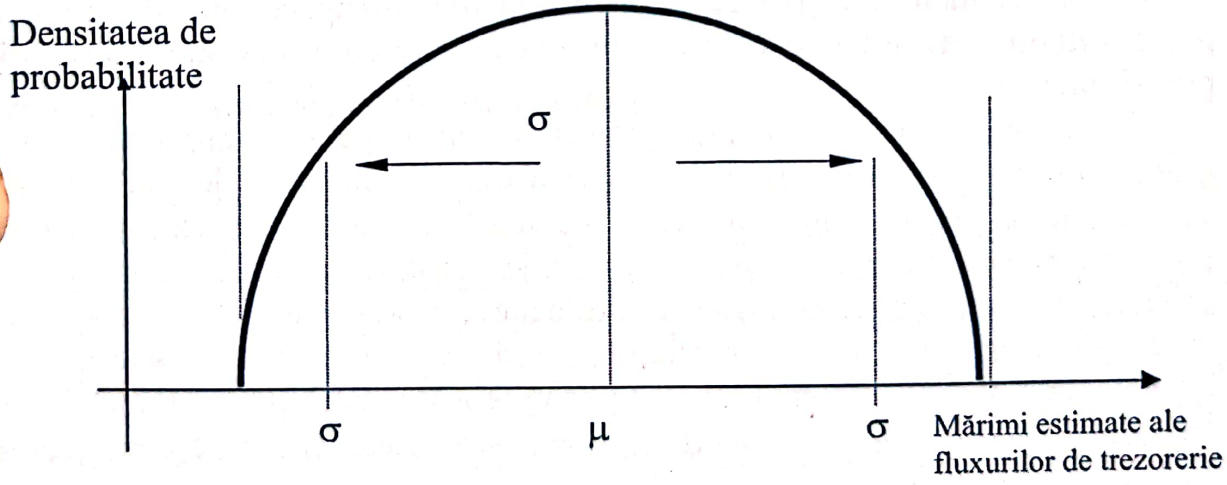


Fig.nr.16 Distribuția de probabilități a fluxurilor de trezorerie estimate

[1] I.A.Giurgiu – Op.cit., p.72.

Scanned with OKEN Scanner

Analiza de sensibilitate presupune parcurgerea a două etape: a) definirea condiţiilor în care se estimează că va funcţiona viitoarea investiţie, b) stabilirea intervalului de variaţie a acestor condiţii. Între condiţiile care definesc mediul viitor al investiţiei amintim: dimensiunea cererii globale (fizică sau valorică), ponderea pe piaţă la care poate spera firma, preţul de vânzare, costurile variabile viitoare de exploatare precum şi cele fixe. Combinarea acestor condiţii contribuie la definirea nivelului rentabilităţii viitoare. Intervalul posibil de variaţie a celor mai sus arătate poate fi cuprins între un nivel pesimist (cererea cea mai mică, ponderea minimă pe piaţă, preţuri foarte mici şi cheltuieli foarte mari) şi un nivel optimist – opusul celor prezentate. Analiza de sensibilitate are un caracter static deoarece nu reuşeşte să surprindă influenţele propagate ale modificării unei variabile asupra celorlalte.

Metoda simulării înlătură în bună măsură neajunsurile metodei precedente, deoarece construieşte scenarii pentru toate situaţiile create consecinţă a modificării în diferite moduri a variabilelor luate în considerare. Mai multe modele exprimă ideea simulării procesului investiţional, însă mai utilizat este modelul lui D.Hertz. Acesta comportă în aplicarea lui patru etape: a) definirea factorilor caracteristici unui proiect de investiţie; b) calcularea distribuirii probabilităţilor pentru fiecare din cei nouă factori; c) stabilirea ratelor de rentabilitate pentru fiecare situaţie rezultată din distribuirea probabilităţilor; d) ordonarea ratelor de rentabilitate corespunzător distribuirii probabilităţilor.

Factorii caracteristici unui proiect de investiţie sunt ordonaţi în trei grupe: a) factori ce caracterizează piaţa; mărimea pieţei, preţul de vânzare, rata de creştere a pieţei, ponderea firmei pe piaţă; b) factori ce caracterizează investiţia în cauză; preţul de deviz a investitiei, valoarea reziduală a investiţiei; c) factori ce caracterizează costul de exploatare; costuri variabile, costuri fixe, durata de exploatare utilă a instalaţiilor. Existenţa riscurilor impune cerinţe suplimentare privind eficienţa investiţiilor în sensul majorării ratei rentabilităţii (R) cerută proiectelor cu o cotă de risc (σ_t) astfel încât: $R + \sigma_t \geq$ remuneraţia capitalurilor investite.

Analiza eficienţei investiţiilor se poate realiza apelând la toate criteriile menţionate, sau doar la unele, funcţie de interesele celor implicaţi în acest proces.

Criteriile de aprecierea eficienţei investiţiilor se utilizează, după B. Colasse, cu deosebire, în două din fazele activităţii de fundamentare a deciziilor de investiţii, respectiv în faza evaluării eforturilor şi a efectelor

Scanned with OKEN Scanner

precum şi în cea a selectării variantelor[1] (fig.nr.17.)

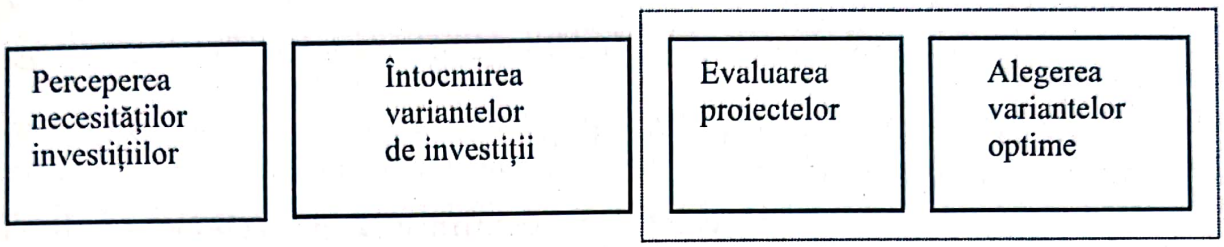


Fig.nr.17. Fazele procesului de luare a deciziilor de investiţii privind activele imobilizate

Igor Ansoff consideră că eficientizarea deciziilor de investiţii în active imobilizate se referă, în principal, pe de o parte," la găsirea oportunităţii investiţiilor, iar pe de altă parte, la descoperirea posibilităţilor care să asigure supravieţuirea şi dezvoltarea întreprinderilor"[2]. Prin evaluare se stabileşte, în unităţi monetare, mărimea capitalului ce urmează a se constitui pentru investiţii precum şi rezultatele obtenabile, prin utilizarea lui. Investitorul foloseşte criteriile, care îi exprimă cel mai bine obiectivele, pentru a alege mărimea capitalului ce urmează a se utiliza, selectând în fapt căile de eficientizare a proceselor ce se vor desfăşura.

5.4. Elaborarea studiului de fezabilitate

Prin studiul de fezabilitate se înţelege ansamblul de piese scrise (calcule tehnico-economice, desene, memorii de fundamentare, măsuri concrete de acţiune) care privesc necesitatea, oportunitatea, eficienţa viitorului obiectiv, sursele de aprovizionare cu materii prime, pieţele de desfacere, asigurarea cu resurse financiare etc.[3] În acest studiu este cuprinsă întreaga strategie de concepere şi realizare a obiectivelor de investiţie în conexiune cu rezultatele economico-financiare ale viitoarei activităţi de exploatare. Studiile de fezabilitate se întocmesc în ţara noastră în concordanţă cu metodologia elaborată de BIRD. Fazele care trebuiesc parcurse conform metodologiei amintite sunt:

---

[1] B. Colasse- Gestion financere de l'entreprise, Dunod, Paris, 1987, pag.394

[2] I.Ansoff- Strategie du developpement de l'entreprise, les editions d'organisation, Paris, 1989, pag.53

[3] I.Românu, I.Vasilescu - Managementul investiţiilor, Editura Mărgăritar, Bucureşti, 1997, p.261.

Scanned with OKEN Scanner

1. cercetarea şi definirea proiectului;
2. pregătirea proiectului;
3. evaluarea proiectului;
4. negocierea şi aprobarea administratorilor precum şi semnarea împrumutului;
5. controlul executării şi punerii în funcţiune;
6. evaluarea retrospectivă.

1. În prima fază se realizează identificarea proiectelor pe baza orientărilor de perspectivă şi a obiectivelor prioritare ale întreprinderii. În acest sens se analizează cerinţele pieţei, resursele materiale financiare şi disponibilul de muncă. Pe baza acestor analize se elaborează o primă schiţă a soluţiilor tehnico-economice pentru care se optează. Cu această ocazie se elaborează studiul tehnico-economic în care se cuprind informaţii economice, tehnice şi financiare prin care se justifică necesitatea şi oportunitatea investiţiilor, se fundamentează posibilităţile de realizare şi exploatare în condiţii de maximă eficienţă a lucrărilor. Pentru identificarea proiectelor se utilizează, în general, două metode:

a) *metoda proiectelor releu* aplicată atunci când există un proiect asemănător în execuţie sau deja înfăptuit, iar acelaşi investitor solicită un împrumut, aşa zis releu, pentru extindere;

b) *metoda proiectelor susceptibile* de a favoriza obiective de dezvoltare care se întemeiază pe studiile de dezvoltare a sectoarelor sau ramurilor economice;

2. *Pregătirea proiectului* de investiţie presupune adoptarea unor decizii bazate pe judecăţi de ordin tehnic referitoare la amplasamentul obiectivului, disponibilitatea de materii prime, accesul la tehnologiile avansate, oferta de muncă, dimensiunea pieţelor potenţiale, existenţa utilităţilor, etc. În această etapă se determină, în linii mari, costurile şi avantajele economice ale proiectului, pe variante. Prin documentaţia de proiect se stabilesc indicatorii tehnico-economici şi se soluţionează diferite probleme tehnice.

3. *Evaluarea proiectului* presupune aprofundarea acestuia sub aspect tehnic, economic, comercial, financiar, gestionar şi organizatoric. Documentaţia de deviz stabileşte solumul cheltuielilor pentru realizarea investiţiilor. Devizele pot fi: pe categorii de lucrări, pe categorii de cheltuieli, pe obiecte şi devizul general. Devizele pe categorii de lucrări se referă la lucrări precum săpături, fundaţii, construcţii, instalaţii, montaj şi evidenţiază cheltuielile pe care le reclamă executarea lor. Devizele pe categorii de cheltuieli cuprind cheltuieli cum sunt: pentru studii şi cercetări, proiectare, recrutare de cadre şi clasificarea lor, deplasări ale personalului etc. Devizul pe

Scanned with OKEN Scanner

obiecte este, de fapt, o recapitulaţie a devizelor pe categorii de lucrări care concură la realizarea unui obiect. Devizul general reflectă totalitatea cheltuielilor pentru executarea investiţiilor. Acest deviz se desfăşoară pe subdiviziuni care arată destinaţia cheltuielilor. Evaluarea *tehnică* urmăreşte dacă soluţiile alese sunt cele adecvate obiectivului. Sub aspectul *economic* proiectul este evaluat îndeosebi cu ajutorul raportului costuri – beneficii ambele actualizate. Evaluarea *comercială* vizează localizarea pieţei de desfacere; competitivitatea producătorilor existenţi locali şi străini; costurile şi vânzările anuale estimate. Evaluarea *financiară* comportă două laturi:

- o analiză prin prisma băncii pentru împrumutul solicitat în care se urmăreşte stabilirea capacităţii de plată respectiv a posibilităţii de a onora plata ratelor scadente şi a dobânzilor aferente, la timp;
- previzionarea celorlalte surse de finanţare în corelare cu devizul de cheltuieli şi graficul de eşalonare a lucrărilor.

Evaluarea *gestionară* urmăreşte capacitatea personalului de a dirija realizarea proiectului iar cea *organizatorică*, posibilitatea administrării afacerilor de specialiştii firmei.

4. *Negocierea şi aprobarea administratorilor precum şi semnarea împrumutului.* În această fază banca şi beneficiarul împrumutului îşi armonizează poziţiile, iar înţelegerile convenite odată cu semnarea acordului de împrumut, devin obligaţii juridice.

5. *Controlul realizării proiectului* este exercitat de bancă care urmăreşte prevederile din acordul încheiat cu beneficiarul. Acest control se desfăşoară în trei etape: de la semnare până la intrarea în vigoare a împrumutului, pe timpul realizării investiţiei şi pe perioada exploatării proiectului, până la amortizarea integrală a creditului acordat.

6. *Evaluarea retrospectivă* urmăreşte dimensionarea măsurii în care proiectul dat în exploatare corespunde evaluărilor anterioare.

5.5. Finanţarea investiţiilor

Asigurarea resurselor pentru finanţarea investiţiilor trebuie însoţită de îndeplinirea a trei cerinţe:

- alegerea surselor în condiţiile angajării celui mai scăzut cost al capitalului;
- crearea condiţiilor pentru urmărirea echilibrului financiar al firmei prin asigurarea concordanţei cronologice dintre lichiditatea activelor create prin investiţii şi exigibilitatea resurselor folosite în acest scop;

Scanned with OKEN Scanner

- protecţia cea mai bună împotriva riscurilor cu deosebire a celui financiar.

Finanţarea investiţiilor întreprinderii se realizează prin folosirea următoarelor resurse: *resurse proprii,* în completare *resurse împrumutate*, iar în anumite situaţii *resurse primite de la buget.*

Resursele proprii cuprind în ordinea mobilizării lor la finanţarea investiţiilor:

- amortizarea mijloacelor fixe;
- sume din valorificarea materialelor şi pieselor de schimb rezultate din scoaterea din funcţiune a mijloacelor fixe, după deducerea cheltuielilor efectuate cu lichidarea acestora;
- sume din vânzarea activelor de prisos (secţii, ateliere, depozite, magazine, care pot funcţiona independent);
- sume repartizate din profitul net pentru investiţii;
- sume din emisiunea de noi acţiuni.

Resursele împrumutate, utilizate în finanţarea investiţiilor pot proveni din:

- emisiunea de obligaţiuni sau/şi din
- contractarea de credite bancare

Resursele ce provin de la buget sunt destinate finanţării investiţiilor la regiile autonome sau la societăţile comerciale cu capital de stat. Previzionarea cheltuielilor şi a resurselor aferente investiţiilor se realizează la întreprinderi într-o secţiune a bugetului acesteia intitulată "Bugetul activităţii de investiţie".

- În această secţiune se regăsesc pentru început resursele proprii, posibil de mobilizat de firmă, conform structurii prezentate anterior.
- În continuare sunt menţionate destinaţiile fondului de investiţii:
  - rambursarea creditelor contractate anterior;
  - plata dobânzilor, a comisioanelor şi a altor servicii aferente creditelor contractate şi care trebuiesc restituite;
  - efectuarea cheltuielilor de investiţii;
- Din compararea resurselor proprii cu destinaţiile enumerate poate rezulta un excedent (+) sau un deficit (-) de resurse.

În cazul deficitului de resurse, întreprinderea trebuie să se preocupe de completarea resurselor proprii cu alte resurse până la nivelul destinaţiilor. În elaborarea bugetului activităţii de investiţii este necesar să se ţină seama şi de *mobilizările sau imobilizările de resurse interne*, cu menţiunea că primele sunt asimilate izvoarelor de acoperire financiară, iar ultimele semnifică cheltuieli. În mod concret, *imobilizările* se adună la cheltuielile de investiţie şi pot apărea

Scanned with OKEN Scanner

atât la elementele de activ (maşini, utilaje, diverse materiale, piese de schimb, etc.), cât şi la elementele de pasiv (datorii faţă de furnizori, etc.). *Mobilizările* rezultă din descreşterea soldurilor conturilor de activ, sau în urma sporirii soldurilor conturilor de pasiv dintr-o perioadă faţă de cea precedentă. *Imobilizările* apar ca urmare a sporirii soldurilor conturilor de activ sau a scăderii soldurilor conturilor de pasiv în două perioade succesive. Mobilizările şi *imobilizările* se creează ca efect al achiziţionării anticipate a elementelor de activ faţă de introducerea lor în operă, sau datorită plăţilor făcute ulterior unor livrări aferente investiţiilor. Atât *mobilizările* cât şi *imobilizările* operează o redistribuire temporară între perioadele calendaristice a resurselor care se formează la dispoziţia beneficiarului investiţiei. În finanţarea investiţiilor realizate în regie este necesar să se ia în considerare ca o eventuală resursă *economiile* pe care le înregistrează investitorul la lucrările pe care le desfăşoară. Datorită faptului că fiecare resursă angajată în investiţii are un cost care trebuie suportat din surplusul monetar obtenabil din exploatarea activelor nou create este justificată preocuparea de obţinere a unor capitaluri care au costul cel mai scăzut posibil. Motivaţia rezidă din necesitatea atât a achitării dintr-un surplus monetar, limitat la nivelul previzionat a costului capitalurilor implicate în investiţie, cât şi asigurării unor resurse pentru noi investiţii. În acest sens se impune construirea unei structuri financiare optime. Structura financiară reprezintă o compoziţie complexă şi coordonată a diverselor resurse de finanţare la care managementul financiar recurge pentru a acoperi necesarul de capitaluri. Structura financiară optimă reflectă acea compoziţie a capitalurilor care permite întreprinderii realizarea cu maxim de rezultate posibil a două obiective:

- obţinerea de bunuri şi/sau servicii în conformitate cu cerinţele pieţei;
- a unui surplus monetar suficient să acopere destinaţiile planificate;

Compoziţia optimă a capitalurilor se construieşte cu respectarea unor condiţii, prezentate de altfel cu ocazia tratării problematicii structurii financiare optime::

- resursele să acopere integral necesarul de finanţat;
- costul mediu ponderat al capitalului să fie mai mic decât rentabilitatea economică estimată a investiţiei, având în acelaşi timp cel mai mic nivel posibil, faţă de ofertele pieţei din momentul calculării structurii;
- asigură o concordanţă cronologică între lichiditatea activelor create prin investiţie şi exigibilitatea resurselor angajate în acest proces;
- protejează investitorul cel mai bine împotriva riscurilor pe care le incumbă utilizarea anumitor resurse, într-un anumit volum, cu

Scanned with OKEN Scanner

deosebire a riscului financiar. Aceasta deoarece, manifestarea riscurilor poate pune sub semnul întrebării posibilitatea obținerii rezultatelor estimate.

Când un proiect este finanțat în aceeași structură ca și firma, sau în una diferită, dar valoarea investiției de modernizare (dezvoltare) este nesemnificativă în valoarea totală a afacerii, se poate afirma că acel proiect are același risc financiar ca și cel al întreprinderii, în ansamblu. O concluzie similară se poate formula și în cazul riscului economic, urmare a faptului că randamentul proiectului de investiție este identic sau foarte apropiat de cel al activității firmei. În ipotezele formulate privind riscurile financiar și economic, costul capitalului unui proiect este costul marginal al resurselor de finanțare, ponderate cu structura capitalurilor permanente ale întreprinderii. Dacă firma anticipează că modul de finanțare a proiectelor sale de investiții modifică structura financiară, atunci costul marginal al fiecărei componente a capitalului trebuie multiplicat cu noile ponderi. Ipoteza riscului financiar și economic al proiectului, similare cu cele ale firmei își menține valabilitatea. În această situație, optimizarea structurii financiare impune un calcul prealabil: determinarea compoziției capitalurilor firmei aferente investițiilor care deja se derulează. Cu acest prilej se calculează și cheltuielile ocazionate de eventuala creștere a fiecărei resurse de finanțare. Pe baza acestor informații, costul marginal ponderat al capitalului se poate determina astfel:

- se estimează costul fiecărei componente: împrumuturi, acțiuni preferențiale, acțiuni comune, autofinanțare;
- se stabilește costul marginal pentru fiecare componentă a capitalului sporit suplimentar. Firma trebuie să crească capitalurile în proporție cu structura la care trebuie să ajungă (numită și țintă) folosind pentru început resursele cu cel mai redus cost. Când aceste resurse se epuizează, firma trebuie să ia în considerare următoarele cu un cost mai ridicat. Deoarece structura "țintă" a capitalului conține o anumită pondere a împrumuturilor, finanțarea totală (X) pe care o suportă aceasta (fără a-și modifica costul) este dată de raportul între capitalul deja împrumutat și ponderea sa în structura capitalului;

$$X = \frac{Valoarea \text{ împrumutului contractat cu un cost redus}}{\text{Ponderea imprumutului in structura capitalului}}$$

Peste mărimea rezultatului acestui raport, costul marginal ponderat al capitalului crește deoarece se apelează la o resursă cu un cost marginal mai mare decât al celorlalte resurse posibil de utilizat de firmă. În acest caz, primul "prag de finanțare" este stabilit de valoarea creditului accesibil cu un cost

Scanned with OKEN Scanner

scăzut.

Continuând raționamentul, întreprinderea poate folosi celelalte resurse cu un cost mai ridicat. Finanțarea ce poate fi susținută cu profitul rămas după plata dividendelor (Y) este determinată cu ajutorul relației:

$$Y = \frac{P.r.(C.p. + C.i.)}{C.p.}, \text{ unde}$$

P.r. este profitul rămas posibil de acumulat;
C.p. este capitalul propriu;
C.i. este capitalul împrumutat;

- după calcularea celui de al doilea prag de finanțare se determină costurile fiecărei resurse de constituire a capitalurilor;
- în continuare se calculează costul marginal ponderat, iar dacă acesta este mai mic decât rata rentabilității economice estimată a investiției, atunci se începe construirea bugetului activității de investiție.

Dacă proiectele de investiții presupun nivele diferite de riscuri economic şi/sau financiar, față de cele de până atunci ale întreprinderii, se impune determinarea unei rate de actualizare specifice proiectelor. Operațiunea de optimizare a structurii financiare este dificil de realizat, însă teoriile financiare oferă soluții pentru ca acest obiectiv să aibă şanse de reuşită. Menționăm teoria lui Miller şi Modigliani ca o construcție de excepție în acest sens[1]. Raportul capital împrumutat/capital propriu este o veritabilă pârghie care prin utilizarea cheltuielilor fixe financiare majorează veniturile proprietarilor. Problema cea mai dificilă este legată de găsirea acelui raport care să asigure înfăptuirea gestiunii financiare în cele mai bune condiții.

În cazul în care investitorul se hotărăşte să completeze resursele proprii cu resurse împrumutate de la bancă pe termen mijlociu şi lung, atunci trebuie să depună la acea bancă un dosar bine fundamentat care trebuie să conțină următoarele piese[2]:

- cererea de credit;
- bilanțurile contabile şi conturile de profit şi pierdere pe ultimii trei ani;
- bugetul de venituri şi cheltuieli pe anul în curs;
- documente ce privesc „Rezultatele financiare" şi „Situația patrimonială" a firmei pe ultimii trei ani;
- balanța de verificare pe ultima lună;

---

1 Bucătaru Dumitru – Capitalurile firmei, Editura Sedcom Libris, Iaşi, 1999, pp.89-112.
2 Giurgiu I.A. – Finanțele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj Napoca, 2000, p.136

Scanned with OKEN Scanner

- studiul de fezabilitate întocmit conform instrucțiunilor metodologice privind evaluarea financiară şi economică a firmei;
- fundamentarea necesarului de credite;
- proiecția resurselor pe perioada de acordare şi de rambursare a împrumutului;
- acte privind situația juridică a terenului pe care urmează a se amplasa investiția;
- acordurile şi avizele prevăzute de lege pentru realizarea investiției.

Odată cu analiza legalității şi realității documentelor depuse pentru obținerea împrumutului banca urmăreşte şi obținerea garanțiilor pentru creditele pe care le va acorda. Garanțiile sunt reale şi personale. Garanțiile reale se referă la bunurile clientului depuse în contul executării obligațiilor de rambursare. Garanția reală grevează asupra bunului, clientul neputând să-l înstrăineze. Formele garanției reale sunt gajul şi ipoteca. Garanția personală impune executarea obligației de rambursare a împrumutului de către un terț, în cazul în care debitorul nu o poate face.

5.6. Dezinvestiția

Realizarea dezinvestiției este o dovadă a capacității întreprinderii de a se adapta la schimbările mediului în care activează. În acest context dezinvestiția, ca şi investiția, trebuie subordonată, prin efectele generate, obiectivului gestiunii financiare a întreprinderii respectiv maximizarea valorii firmei.

Motivele care pot genera dezinvestiția pot fi sintetizate, în principal, în următoarele[1]:

- probleme de natură comercială (accentuarea riscului politic, modificarea în sens dezavantajos a clientelei etc.);
- probleme financiare (insuficiența lichidităților, dependența financiară alarmantă a firmei);
- manifestarea unei crize de maturitate a sectorului concomitent cu sporirea exacerbată a concurenței.

Dezinvestiția presupune efectuarea aceloraşi operațiuni, ca şi în cazul investiției, dar cu semnificații opuse:

- analiza eficienței investiției urmăreşte maximizarea fluxurilor băneşti pozitive;

[1] G.Charreaux – Gestion financière, Litec, Paris, 1996, p.116

Scanned with OKEN Scanner

- în cazul dezinvestiției se caută momentul în care fluxurile bănești negative sunt minime, respectiv pierderile datorate activității, diminuate cu încasările din valorificarea activelor ating cel mai scăzut nivel;
- prin investiție capitalul aflat sub formă monetară îmbracă forma materială prin activele create;
- în urma dezinvestiției, prin vânzarea activelor capitalul revine la forma lichidă.

Elementele financiare cu ajutorul cărora se apreciază eficiența unei dezinvestiții sunt: *valoarea recuperabilă, durata de viață economică rămasă, veniturile viitoare pierdute, valoarea reziduală viitoare pierdută și rata de actualizare*[1].

Valoarea recuperabilă exprimă totalul fluxurilor nete actualizate de trezorerie. Mărimea valorii recuperabile este dată de diferența dintre suma fluxurilor bănești pozitive actualizate reprezentate de încasările obținute din vânzarea activelor imobilizate și a activelor circulante care compun obiectivul dezinvestit și suma fluxurilor bănești negative actualizate concretizate în plățile privind demontarea mijloacelor fixe, a indemnizațiilor cuvenite personalului concediat etc.

Durata de viață economică rămasă reflectă perioada în care obiectivul supus dezinvestiției ar putea să funcționeze dacă nu s-ar pune problema dezinvestiției. Această durată se stabilește ca diferență între durata economică de funcționare și durata consumată de funcționare.

Veniturile viitoare pierdute se referă la profitul net de exploatare anual prevăzut a fi realizat în perioada rămasă de funcționare dacă obiectivul ar continua să fie exploatat.

Valoarea reziduală viitoare pierdută este dată de suma fluxurilor bănești nete actualizate previzionate la sfârșitul duratei de viață rămase. Modalitatea de calcul este similară cu cea utilizată în calculul valorii recuperabile, numai că momentul ales pentru stabilirea acestei valori este finalul duratei de viață economică a obiectivului. În cazul valorii recuperabile calculul se referă la oricare an al duratei de funcționare, însă ca moment al dezinvestiției se alege anul în care valoarea recuperabilă are cel mai ridicat nivel.

Rata de actualizare a veniturilor viitoare pierdute se calculează la nivelul costului mediu ponderat al capitalului.

---

[1] Stancu I. – Gestiunea financiară a agenților economice, Editura Economică, București, 1994, p.268

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 6. AMORTIZAREA CAPITALULUI IMOBILIZAT ÎN ACTIVE CORPORALE ŞI NECORPORALE

6.1. Conceptul de active imobilizate. Uzura acestora – bază obiectivă a amortizării

Investiția privită ca un plasament semnifică din punct de vedere al circulației valorii o imobilizare pe diferite termene. Aceste imobilizări pot lua forme concrete corporale, necorporale sau financiare. Un element al imobilizărilor poartă numele de activ. Imobilizările corporale sunt definite în Standardele Internaționale de Contabilitate ca fiind acele active care:

- „sunt deținute de o întreprindere pentru a fi utilizate în producția de bunuri sau prestarea de servicii, pentru a fi închiriate terților sau pentru a fi folosite în scopuri administrative,
- este posibil a fi utilizate pe parcursul mai multor perioade"[1].

Activele imobilizate corporale se deosebesc prin faptul că au valoarea încorporată în conținutul lor material, în timp ce valoarea activelor necorporale este concretizată în cheltuielile făcute pentru obținerea acestora: este cazul licențelor, brevetelor, a documentațiilor referitoare la tehnologii de fabricație etc. Imobilizările corporale se concretizează în mijloace materiale precum: maşini, utilaje, instalații diverse, clădiri etc., care alături de materiile prime, materialele şi de alte utilități folosite de întreprindere formează aparatul de producție al acesteia. Ca parte componentă distinctă a aparatului de producție, maşinile, clădirile, utilajele etc. constituie baza tehnică a firmei. Elementele bazei tehnice se caracterizează prin faptul că participă cu întreaga lor valoare la desfăşurarea proceselor economice, care însă se consumă în mod treptat, de fapt se transmite, parte cu parte, în valoarea produselor şi/sau serviciilor rezultate în urma folosirii lor.

Pe parcursul activităților economice la care participă, activele imobilizate suferă un proces de uzură, urmare a acțiunii factorilor fizici, chimici, economici, tehnici etc. In consecință, după fiecare utilizare, aceste active impun costuri de întreținere mai mari, sunt tot mai puțin precise în exploatare, au randamente mai scăzute etc., într-un cuvânt sunt tot mai puțin utile activităților economice desfăşurate în condiții de eficiență.

[1] Standardele Internaționale de contabilitate, Editura Economică, București, 2001, p.356.

Scanned with OKEN Scanner

Uzura este un proces complex concretizat în scăderea treptată a utilității activelor imobilizate nu doar urmare a folosirii ci şi datorită nefolosirii lor, sau a apariției de active mai ieftine sau cu parametri tehnico-funcționali superiori. Uzura activelor imobilizate îmbracă două forme: *uzura fizică* sau materială, care este o consecință a folosirii sau a trecerii timpului, caz în care această uzură se manifestă şi dacă activul este nefolosit şi *uzura morală* care se datorează evoluției tehnicii şi creşterii productivității muncii în ramurile economice producătoare de bunuri de acest fel şi care determină apariția de obiecte similare la aceleaşi prețuri însă superioare funcțional, sau cu aceleaşi performanțe față de cele deja existente în exploatare, dar la prețuri mai mici. Se consideră că nu toate activele imobilizate sunt afectate de uzură şi deci nu este necesară amortizarea lor. Între acestea se pot menționa:

- fondul de comerț (goodwill-ul) compus din active necorporale precum: calitatea clientelei, vadul comercial, reputația conducerii etc., elemente ce concură pe termen lung la menținerea sau dezvoltarea firmei;
- terenurile, ca fiind active cu potențial de reproducere considerat infinit;
- o serie de active financiare care la valorificare influențează în mod direct rezultatul final al întreprinderii, exemplu acțiunile emise de alte firme şi achiziționate pentru diverse scopuri.

Activele imobilizate îşi pierd odată cu trecerea timpului, prin uzură, în totalitate calitățile tehnico-economice şi devin inutile în procesele economice în care ar trebui angajate. Asigurarea continuității exploatării impune reconstituirea fizică a celor uzate integral. Pentru a le achiziționa însă este necesară constituirea de mijloace băneşti egale ca valoare cu cea a activelor ce urmează a se înlocui. In acest sens se cuantifică valoarea pierdută de activele în cauză (de fapt transmisă asupra produselor/serviciilor obținute) pe parcursul exploatării, în vederea includerii în valoarea ce urmează a se recupera (încasa) de la beneficiarii bunurilor livrate. Stabilirea valorii transmise de activele imobilizate în procesele economice este determinată de cerința dimensionării consumurilor tuturor factorilor de producție, angajați în exploatare, operațiune concretizată în calcularea costurilor. În cazul activelor imobilizate calculele se realizează prin stabilirea amortizării. Putem afirma deci că uzura reprezintă baza obiectivă a amortizării.

În țara noastră, activele imobilizate care se amortizează pe seama rezultatelor activității întreprinderii cuprind *active corporale şi active necorporale. Activele corporale* se compun la rândul lor din *terenuri şi mijloace fixe. Terenurile* nu se amortizează, după cum am menționat, excepție fac doar acele terenuri obținute prin vânzare-cumpărare sau ca despăgubiri, în

Scanned with OKEN Scanner

cazul exproprierilor. Valoarea acestora, reflectată în documentele care atestă operaţiunile amintite, se amortizează prin aplicarea unei cote de 25% din cuantumul dobânzii curente la disponibilităţile băneşti de valoare egală cu preţul de achiziţie al terenurilor respective, acordată de banca la care are deschis contul principal firma. Lacurile, bălţile, iazurile care nu sunt rezultatul unor investiţii precum şi terenurile împădurite sunt considerate active corporale, dar nu se amortizează.

Mijloacele fixe sunt definite, într-o viziune contabilă, ca obiectul sau complexul de obiecte ce se utilizează ca atare şi îndeplineşte cumulativ următoarele condiţii:[1]

- au o valoare de intrare mai mare de 1.500 RON;
- au o durată normală de utilizare mai mare de un an.

Mijloacele fixe sunt organizate în „Catalogul privind clasificarea şi duratele normale de funcţionare a mijloacelor fixe" în trei grupe, mai multe subgrupe, clase, subclase şi familii. Cele trei grupe sunt:[2]

- grupa 1: Construcţii;
- grupa 2: Instalatii tehnice, mijloace de transport, animale si plantatii;
- grupa 3: Mobilier, aparatura birotica, echipamente de protectie a valorilor umane si materiale si alte active corporale.

Investiţiile efectuate mijloacelor fixe luate cu chirie precum şi investiţiile pentru descopertă în vederea valorificării de substanţe minerale utile care se exploatează la suprafaţă sunt asimilate mijloacelor fixe şi deci se supun amortizării.

Activele necorporale se concretizează într-o grupă de cheltuieli ce privesc: constituirea firmei (taxe şi alte cheltuieli de înscriere şi înmatriculare, privind emiterea şi vânzarea de acţiuni, de prospectare a pieţei, de publicitate); cercetarea-dezvoltarea; cu descoperirea rezervelor de substanţe minerale utile; achiziţionarea de programe informatice. Activele necorporale se amortizează pe durate stabilite pe fiecare cheltuială în parte de Consiliul de Administraţie al firmei, cu condiţia ca acestea să nu depăşească 5 ani.

---

[1] Legea nr.15/1994, privind amortizarea capitalului imobilizat în active corporale şi necorporale, republicată în Monitorul Oficial nr.242/31 mai 1999

[2] H.G. 2139/30 noiembrie 2004 pentru aprobarea Catalogului privind clasificarea şi duratele normale de funcţionare a mijloacelor fixe, Monitorul Oficial nr. 46 din 13 ianuarie 2005

Scanned with OKEN Scanner

6.2. Conținutul și rolul amortizării

Noțiunea de amortizare este întâlnită în literatura de specialitate cu mai multe înțelesuri. Într-un sens mai cuprinzător amortizarea reprezintă „o reducere ireversibilă, repartizată pe o perioadă determinată a valorii anumitor posturi de bilanț"[1]. În acest caz amortizarea semnifică pe lângă recuperarea valorii activelor imobilizate și stingerea treptată a unui împrumut pe calea rambursării sumei contractate în perioada de timp convenită cu împrumutătorul. Considerăm necesară departajarea noțiunilor de amortizare și de provizion. Amortizarea exprimă o reducere a valorii unui bun datorită deprecierii ireversibile a acestuia, în timp ce provizionul semnifică scăderea valorii unui element de activ (materii prime, produse finite, creanțe) datorată unor cauze care nu pot fi considerate ca ireversibile, precum creșteri de prețuri, a cursului de schimb valutar etc.). În altă ordine de idei, amortizarea este caracteristică atât unor elemente de activ: active imobilizate corporale sau necorporale, obiecte de inventar, cât și de pasiv precum împrumuturile contractate de firmă, pe când provizioanele se creează doar pentru elementele de activ.

Într-o viziune contabilă, amortizarea este definită ca un proces de reflectare a deprecierii activelor imobilizate în cursul unei perioade de timp. Amortizarea este deci un proces ce privește corectarea valorii activelor imobilizate, ca urmare deprecierii suferite în cursul timpului. Prin acest proces se comensurează ritmul și amploarea uzurii fizice și morale a activelor imobilizate corporale și necorporale în scopul stabilirii valorii reale a acestora astfel încât să se asigure sinceritatea datelor din bilanț față de creditori și alți terți. În această abordare, amortizarea are un caracter pasiv de reflectare a pierderii suferite de active, dar și un caracter obligatoriu deoarece trebuie să prezinte creditorilor gradul de uzură al activelor imobilizate.

În viziune economică, amortizarea este definită ca fiind un procedeu de repartizare a consumului de capital pe o perioadă de timp. Prin calculele amortizării se repartizează costul unei investiții pe durata de exploatare a ei. Cheltuielile de exploatare sunt grevate în fiecare exercițiu cu o cotă parte din valoarea activelor imobilizate folosite în procesul economic.

În viziune financiară amortizarea este considerată un proces prin care se asigură reînnoirea activelor uzate. În urma recuperării amortizării se creează

---

[1] G.Depallens – Gestion financière de l'entreprise, Sirey, Paris, 1988, p.47, citat după M.Opriţescu ş.a., -Finanţe şi contabilitate, Editura Universitaria, Craiova, 1999, p.121.

Scanned with OKEN Scanner

resursele financiare necesare reproducţiei simple (identice) a acelor active. Ca o consecinţă a acestor abordări, amortizarea poate fi privită sub trei aspecte:

- *ca proces*, care înseamnă o detaşare şi transmitere de valoare din activele imobilizate asupra producţiei;
- *ca o cheltuială* care urmează a se include în costuri; cu menţiunea că amortizarea este de o natură diferită faţă de celelalte elemente de cheltuieli, deoarece nu conduce la o plată imediată cum este cazul materiilor prime, consumurilor energetice, salariilor etc.;
- *ca resursă financiară* care trebuie să asigure recuperarea valorii activelor imobilizate şi deci finanţarea înlocuirii acestora.

Unii autori definesc în mod sintetic amortizarea ca fiind *expresia bănească a uzurii*[1]. Aceasta nu înseamnă că în orice moment valoarea pierdută prin uzură de un activ imobilizat este egală cu amortizarea. Egalitatea se realizează, de regulă, la sfârşitul duratei de funcţionare a activului, eventual şi cu luarea în considerare a valorii reziduale. Diferenţele apar ca urmare a capacităţii inegale a mecanismelor, folosite în cuantificarea amortizării, de a reflecta ritmul uzurii. Prin procesul de amortizare se creează în întreprindere resursele de finanţare a înlocuirii activelor scoase din uz, cu menţiunea că temporar, acestea pot fi utilizate şi în alte scopuri, de exemplu pentru acoperirea unor cheltuieli de exploatare. Rolul amortizării este în primul rând de a evidenţia valoric deprecierea activelor imobilizate şi de a permite repartizarea acesteia pe costuri. Amortizarea ca proces are rolul de a elibera resurse de finanţare pentru reînnoirea activelor uzate. Constituirea resurselor cu această destinaţie trebuie făcută chiar dacă firma obţine pierderi. O firmă care nu calculează şi recuperează amortizarea îşi diminuează patrimoniul. Amortizarea apare ca o resursă a autofinanţării fiind o componentă a finanţării interne.

Amortizarea se calculează din momentul intrării în funcţiune a activului imobilizat şi până în cel al recuperării integrale a valorii acestuia. Atunci când un activ imobilizat este scos din funcţiune înainte de recuperarea normală şi integrală, amortizarea se calculează până la nivelul valorii de inventar, mai puţin suma ce se poate recupera prin valorificare. Dacă după expirarea duratei de funcţionare activele imobilizate pot să-şi continue activitatea, atunci nu se mai justifică operaţiunile de stabilire a amortizării. În perioadele de inflaţie, sumele ce trebuiesc reinvestite pentru reconstituirea activelor imobilizate sunt mai mari, urmare a sporirii preţului lor de achiziţie. În acest caz elementele de calcul, cu deosebire valoarea de amortizat, dar şi metodele de amortizare

[1] I.Neagoe – Finanţele întreprinderii, Editura Ankarom, Iaşi, 1997, p.151

Scanned with OKEN Scanner

trebuiesc adaptate, astfel încât să existe o egalitate între mărimea amortizării şi preţul de achiziţie a activului imobilizat ce urmează a fi înlocuit.

6.3. Elementele de calcul ale amortizării

Datorită faptului că cea mai mare parte a activelor imobilizate amortizabile ale întreprinderilor sunt concretizate în mijloace fixe ne vom referi în continuare la calculul amortizării acestora. Aprecierile făcute la acest subiect sunt valabile în mare măsură pentru celelalte active imobilizate amortizabile ale firmelor. Elementele cu ajutorul cărora se determină amortizarea mijloacelor fixe sunt:

a) *valoarea de amortizat,*
b) *durata de amortizare,*
c) *norma de amortizare.*

a)Valoarea de amortizat reprezintă elementul de bază în sistemul de calcul a amortizării şi se poate exprima în moduri variate. Folosirea unor anumite valori în stabilirea amortizării are consecinţe diferite asupra echilibrului dintre posibilităţile de constituire a resurselor financiare şi necesităţile de investiţii cerute de reproducţia mijloacelor fixe. Valoarea amortizabilă este costul activului sau o altă valoare substituită costului în situaţiile financiare, din care s-a scăzut valoarea reziduală[1].

Mijloacele fixe sunt evidenţiate, conform legislaţiei în ţara noastră, la valoarea de inventar care poate fi[2]:

- *valoarea iniţială sau de origine;*
- *valoarea de înlocuire, reproducţie sau actualizată.*

Valoarea iniţială reflectă:

- preţul de achiziţie la care se adaugă eventualele cheltuieli de transport, montaj, punere în funcţiune, taxe vamale precum şi alte cheltuieli necesare ocazionate de crearea mijlocului fix respectiv;
- cheltuielile de producţie în cazul activelor produse sau construite de întreprindere în regie proprie;

---

1 Standardele Internaţionale de Contabilitate 2001, Editură Economică, Bucureşti, 2001, p.357.

2 Legea nr.15/1994 privind amortizarea capitalului imobilizat în active corporale şi necorporale, republicată în Monitorul Oficial nr.242/31 mai 1999.

Scanned with OKEN Scanner

- valoarea de aport convenită de părți, determinată prin expertiză pentru mijloacele fixe intrate cu ocazia asocierii sau fuziunii conform statutului și contractului de societate.

Valoarea de înlocuire sau de reproducție este dată de suma cheltuielilor ce trebuiesc făcute în momentul înlocuirii mijlocului fix cu unul identic sau echivalent.

Valoarea actualizată se calculează urmare a modificărilor ce au loc în nivelul prețurilor, precum și a utilizării mijloacelor fixe în alt regim decât cel stabilit inițial, sau a discordanței care apare între mărimea amortizării și ritmul uzurii. Determinarea acestei valori se realizează cu ajutorul operațiunii de reevaluare folosind prețurile practicate pe piață în acel moment. Între tehnicile de reevaluare menționăm:

- corectarea fiecărei valori de intrare cu câte un indice al prețului specific familiei de bunuri căreia îi aparține elementul de activ imobilizat;
- corectarea tuturor valorilor de intrare cu un indice care exprimă variațiile nivelului general al prețurilor.

Cu ocazia reevaluării se stabilește și valoarea actualizată rămasă (V.a.r) în funcție de valoarea de inventar actualizată (V.i.a.), durata consumată (D.c.) și durata rămasă (D.r.) conform relației:

$$V.a.r. = \frac{V.i.a.xD.r.}{D.c. + D.r.}$$

Înaintea reevaluării se efectuează o inventariere a activelor imobilizate, iar după o analiză a posibilităților economice și tehnice a lor, se estimează durata de funcționare precum și valoarea rămasă. Cu ocazia reevaluării se stabilesc noi durate normate de serviciu, duratele rămase și cele consumate. În practică se mai folosesc și alte valori de amortizat precum:

- valoarea contabilă netă (rămasă neamortizată);
- valoarea de intrare majorată cu suma reparațiilor capitale, în situația în care amortizarea este resursă de finanțare a acestora;
- valoarea de intrare diminuată cu valoarea reziduală estimată.

b)Durata de amortizare exprimă perioada medie de timp în care mijloacele fixe ar putea să funcționeze. Unii autori fac distincție între durata de funcționare care poate fi mai scurtă sau mai lungă și durata de amortizare care reprezintă perioada avută în vedere de legiuitor pentru calculul normelor de amortizare[1]. Duratele de amortizare (funcționare) îndeplinesc un dublu rol:

- servesc ca durate de amortizare pe intervalul cărora trebuie recuperate valorile de inventar ale mijloacelor fixe. În funcție de aceste durate se

[1] I.A.Giurgiu – Mecanismul financiar al întreprinzătorului, Editura Dacia, Cluj Napoca, 1995, p.94.

Scanned with OKEN Scanner

constituie resursele de finanţare a investiţiilor de înlocuire a mijloacelor fixe uzate;

- servesc ca suport de previzionare a mărimii producţiei de mijloace fixe, deoarece cererea de astfel de bunuri este influenţată în mod direct de necesitatea înlocuirii acelor mijloace uzate, care de regulă este evidenţiată de expirarea duratelor de serviciu.

În teoria şi practica economică sunt utilizate mai multe categorii de durate de funcţionare[1].

În primul rând se face referinţă la durata fiscală, contabilă, adică durata normală de funcţionare a mijloacelor fixe din Catalogul normelor anexă la Legea amortizării din ţara noastră folosită de întreprinderi în programarea amortizării.

În al doilea rând este vorba de durata tehnică de funcţionare a mijloacelor fixe determinată de caracteristicile de funcţionare tehnice specifice fiecărui mijloc în parte. Comparând cele două durate menţionate, putem afirma că sunt situaţii în care durata contabilă este mai mare decât cea tehnică în condiţii de utilizare intensivă (două-trei schimburi, viteze sporite etc.) sau în condiţii deosebite de exploatare (mediu umed, temperaturi ridicate). De asemenea se întâlnesc şi cazuri în care durata tehnică este mai mare decât cea contabilă ca urmare a unei exploatări şi întreţineri atente a mijlocului fix respectiv. Alţi autori consideră durata tehnică ca o durată fizică care nu ia în considerare influenţa uzurii morale adică a progresului tehnic şi a altor factori imprevizibili care pot scurta durata de utilizare. În principiu această durată poate fi nedeterminată în timp, datorită efectului reparaţiilor capitale care se efectuează periodic mijloacelor fixe[2].

În al treilea rând se face referire la durata comercială care prezintă interes prin durata de viaţă a produselor fabricate cu mijlocul fix respectiv. Perioada de timp în care produsele sunt cerute pe piaţă (urmare a nemodificării preferinţelor consumatorilor) permite ca odată cu vânzarea – încasarea bunurilor respective să se recupereze amortizarea activelor fixe şi să se poată face reproducţia lor.

În al patrulea rând, durata juridică reflectă durata protecţiei juridice asupra dreptului de concesiune a unei exploatări, asupra unui brevet, licenţă, mărci de fabrică etc. Existenţa mai multor forme ale duratelor de funcţionare pune problema recuperării efective a valorii mijloacelor fixe prin amortizare.

---

1 I.Stancu – Gestiunea financiară a agenţilor economici, Editura Economică, Bucureşti, 1994, p.254.

2 Sighicea N. – Amortizarea capitalului fix, Editura Amicul Casei, Craiova, 1997, p.88-89.

Scanned with OKEN Scanner

Aceasta deoarece durata normală stă la baza programării amortizării iar existența celorlalte durate influențează condițiile de recuperare a amortizării. Astfel, amortizarea se programează (în calculul linear, folosit cu preponderență nu doar în țara noastră ci şi în lume) prin repartizarea uniformă, pe durata normală de funcționare a valorii mijloacelor fixe angajate în exploatare. Recuperarea amortizării, în sistemul de calcul menționat, la nivelul programat, presupune în primul rând ca durata normală să coincidă cu celelalte forme ale duratelor de funcționare. Cerința este respectată dacă durata normală este cel puțin egală cu:

- perioada de manifestare a capacităților fizice şi tehnice ale mijloacelor fixe (durata tehnică);
- perioada în care există cerere de produse şi/sau servicii la producerea cărora participă mijloacele fixe (durata comercială);
- perioada de exercitare a drepturilor juridice ce privesc exploatarea mijloacelor fixe respective (durata juridică).

În Standardele Internaționale de Contabilitate se face referire la *durata de viață utilă* care reprezintă:

„a)– perioada pe parcursul căreia se estimează că întreprinderea va utiliza activul supus amortizării; sau

b)– numărul unităților produse sau a unor unități similare ce se estimează că vor fi obținute de întreprindere prin folosirea activului respectiv[1]."

Un interes aparte îl prezintă durata economică de exploatare care semnifică perioada în care mijlocul fix este capabil să aducă proprietarului profit. Această durată este mai mică decât durata tehnică de serviciu, fie datorită uzurii morale, fie datorită schimbării condițiilor de producție, față de cele existente la data punerii în funcțiune. Durata de serviciu optimă este intervalul de timp în care folosirea activului fix are o eficiență maximă, adică raportul între rezultatele utile care se obțin şi cheltuielile ocazionate este maxim. Determinarea duratelor de funcționare este o activitate extrem de laborioasă şi cu un grad ridicat de dificultate, atât datorită enormei varietăți a mijloacelor fixe cât şi a numărului mare de agenți economici care le folosesc în condiții variate de mediu (normal, umed, coroziv). De aceea, duratele de funcționare trebuie să ia în considerare procesul obiectiv al uzurii fizice şi morale a mijloacelor fixe, precum şi obiectivele esențiale ale politicii financiare promovate în fiecare perioadă. În marea majoritate a țărilor duratele de serviciu sunt stabilite în mod centralizat, de către stat şi au un caracter

[1] Standardele Internaționale de Contabilitate, Editura Economică, București, 2001, p.357.

Scanned with OKEN Scanner

obligatoriu pentru firme, însă în altele, duratele sunt orientative (S.U.A.). Fundamentarea duratelor de funcţionare se realizează cu ajutorul modelelor statistico-matematice între care cele mai frecvent utilizate sunt: metoda cheltuielilor specifice şi teoria jocurilor.

În ţara noastră duratele de amortizare ale mijloacelor fixe, sunt numite *durate normale de funcţionare,* sunt stabilite în mod centralizat de guvern şi sunt obligatorii pentru toţi agenţii economici care utilizează acelaşi tip de mijloace fixe, în aceleaşi condiţii. Duratele normale de funcţionare coincid cu duratele de amortizare, în ani, aferente regimului liniar de amortizare. Dacă pe parcursul vieţii mijlocului fix, agentul economic constată că durata de funcţionare normală, conform catalogului, nu este adecvată, atunci aceasta se poate corecta, la sfârşit de an, pe baza unor analize pertinente, cu aprobarea Consiliului de Administraţie astfel:

- se poate prelungi cu până la 20% faţă de durata prevăzută în catalog dacă urmare a unor cheltuieli s-a reuşit îmbunătăţirea parametrilor de funcţionare sau datorită unei politici eficiente de întreţinere şi de reparaţii s-a asigurat o funcţionare rentabilă într-o perioadă mai mare;
- se poate reduce cu până la 20% faţă de durata din catalog dacă schimbările tehnologice sau cele din structura pieţei impun acest lucru.

Majorarea duratei de funcţionare a unor mijloace fixe care pot afecta protecţia vieţii, a sănătăţii şi a mediului se va face numai cu avizul organismelor naţionale de atestare competente.

c)Norma de amortizare exprimă mărimea amortizării, de regulă, în procente faţă de valoarea de intrare a mijloacelor fixe. Normele de amortizare au un caracter mediu şi pot fi stabilite pe fiecare fel, grupe omogene, categorii mari şi total mijloace fixe. Din punct de vedere al modului în care influenţează mărimea amortizării anuale deosebim trei categorii de norme:

a. proporţionale;
b. regresive sau accelerate;
c. progresive.

a. Normele proporţionale sunt la rândul lor de mai multe feluri:
   - *proporţionale în timp;*
   - *proporţionale pe unitate de produs;*
   - *proporţionale pe km. (1000 km.)*

Normele proporţionale în timp sunt utilizate în calculul amortizării marii majorităţi a mijloacelor fixe şi se caracterizează prin nivelul lor uniform şi constant, iar folosirea lor conduce la un nivel al amortizării egal în fiecare an, la aceleaşi active, aşa încât costurile şi rezultatele financiare sunt afectate la

Scanned with OKEN Scanner

fel pe întreaga durată de amortizare. Aceste norme creează un cadru favorabil pentru previziunea, analiza şi recuperarea amortizării, dar nu ţin cont de variabilitatea în timp a uzurii. Aplicarea normelor proporţionale în timp este cunoscută sub denumirea de calculul linear al amortizării. Relaţia de calcul a acestor norme este:

$$Na = \frac{\frac{Vi}{Dn}}{Vi} \times 100 = \frac{1}{Dn} \times 100, \text{ unde}$$

Na este norma proporţională în timp
Vi este valoarea de inventar,
Dn este durata normală de serviciu.

Normele proporţionale pe unitate de produs sunt folosite în situaţii specifice cu deosebire la acele mijloace fixe, precum clădiri, construcţii speciale sau investiţii pentru descopertări din minele de cărbuni, saline, sau în cariere, dacă durata de folosire a acestora fixe este limitată la durata de exploatare a rezervelor, caz în care ele nu pot primi alte utilizări după epuizarea resurselor minerale. Calculul acestor norme se realizează după relaţia:

$$Na = \frac{Vi \ sau \ Vr}{\text{Re}}, \text{ unde,}$$

Vi este valoarea de inventar a clădirilor sau construcţiilor speciale sau valoarea investiţiilor pentru descopertă
Vr este valoarea rămasă a bunurilor menţionate anterior
Re este rezerva exploatabilă exprimată în tone, metri cubi etc. a minelor, salinelor, carierelor.

În cazul clădirilor şi construcţiilor speciale ale unor incinte miniere care servesc mai multor mine, precum şi pentru clădirile şi construcţiile speciale ale instalaţiilor de preparare, cu organizare independentă de exploatările miniere pe care le servesc, norma de amortizare se determină:[1]

$$Na = \frac{Vi \ sau \ Vr}{\text{Re}_1 + \text{Re}_2 + \text{Re}_3 + \ldots + \text{Re}_n}, \text{ unde}$$

Re_1, Re_2...Re_n semnifică rezerva exploatabilă a fiecărei mine servită în incinta centrală respectivă.

Normele proporţionale pe km (sau 1.000 km) şi pe ora de zbor (1000 ore zbor) sunt destinate numai pentru calculul amortizării mijloacelor de transport. Deşi nu mai sunt utilizate în practica stabilirii amortizării în ţara noastră aceste norme sunt folosite într-o serie de ţări datorită capacităţii lor de a

[1] I.Neagoe, Finanţele întreprinderii, Editura Ankarom, Iaşi, 1997, p.163.

Scanned with OKEN Scanner

reflecta mai bine ritmul uzurii mijloacelor de transport, prin luarea în considerare a condițiilor de exploatare, comparativ cu situația calculării normelor cu ajutorul anilor. În cazul mijloacelor de transport auto norma de amortizare se stabileşte după relația:

$$Na = \frac{\frac{Vi}{Np}}{Vi} \times 100 = \frac{100}{Np}, \text{ unde:}$$

Np este parcursul normat.

Normele de amortizare pe ora de zbor (1000 ore de zbor) sunt destinate pentru calcularea amortizării aeronavelor la companiile de transport aerian. Ele crează condiții pentru amortizarea integrală a valorilor aeronavelor după realizarea parcursului normat în mii de ore de zbor. Această normă se exprimă în lei pe ora de zbor (mii ore de zbor):

$$Na = \frac{Vi}{Dnv}, \text{ unde}$$

Vi este valoarea de inventar a aeronavei care se amortizează,
Dnv este durata de serviciu normată în mii ore de zbor.

b. *Normele regresive sau accelerate* se caracterizează prin descreşterea nivelului lor de la un an la altul conducând la amortizări mai mari în primii ani de funcționare ai mijloacelor fixe şi mai mici spre sfârşitul duratei acestora. Folosirea normelor regresive conferă firmelor o serie de avantaje de natură financiară, însă şi dezavantaje care nu pot fi ignorate. Printre avantaje enumerăm:

- procurarea mai rapidă a resurselor financiare necesare reproducției activelor imobilizate;
- micşorarea pierderilor provocate de uzura morală;
- reducerea valorii rămase neamortizată ca urmare a scoaterii premature din uz a activelor imobilizate;
- realizarea unei relații mai bune între mărimea normelor şi randamentul mijloacelor fixe.

Dezavantajele utilizării normelor regresive se referă la:

- transformarea unei părți din beneficiile firmei în amortizare, la începutul duratei de funcționare;
- faptul că nu asigură cunoaşterea, la un moment dat, a valorii reale a mijloacelor fixe deoarece sunt diferențe între uzura reală şi mărimea amortizării;
- complicarea muncii de stabilire şi evidențiere a amortizării.

Scanned with OKEN Scanner

Aceste norme se prezintă în două variante în practica altor țări, nefolosite nici una din ele în țara noastră, funcție de sistemul degresiv folosit de firme. În cazul în care sistemul degresiv este construit cu ajutorul valorii rămase (care scade de la an la an), atunci norma de amortizare este constantă stabilită astfel:

$$Na = (1 - \sqrt[n]{\frac{V_r}{V_i}}) \text{ x } 100, \text{ unde}$$

Vr este valoarea reziduală la sfârşitul duratei de serviciu
Vi este valoarea de inventar

Când sistemul degresiv se obține prin practicarea unei valori de amortizat anuale constante, pe întreaga durată de serviciu, atunci norma se stabileşte cu relația:

$$Na = \frac{Dr}{\sum Nu} \times 100, \text{ unde:}$$

Dr este durata de serviciu rămasă;
Nu este suma numărătorilor utilizați în calcul.

În țara noastră normele folosite în calculul degresiv al amortizării sunt în fapt norme proporționale şi sunt obținute prin multiplicarea normelor liniare cu unul din coeficienții următori:

- 1,5 dacă durata normală de utilizare a mijlocului fix de amortizat este între 2 şi 5 ani;
- 2,0 dacă durata este între 5 şi 10 ani;
- 2,5 dacă durata normală este mai mare de 10 ani.

c. *Normele progresive* permit obținerea unor amortizări tot mai mari pe măsura parcurgerii duratei de funcționare. Aplicarea acestor norme conduce la o serie de dezavantaje precum:

- îngreunează constituirea resurselor necesare amortizării datorită scăderii în timp a randamentului mijloacelor fixe;
- conduce la variații mari ale amortizării în costuri influențând dimensiunea profitului, care este mai mare la începutul duratei de funcționare, deoarece se transformă amortizarea în profit şi mai mic spre sfârşitul acesteia (când profitul se transformă în amortizare).

Datorită dezavantajelor ele nu sunt aplicate nici în țara noastră şi nici în altă țară cu toate că se consideră că normele progresive reflectă, în general, ritmul uzurii. Relația de calcul a acestor norme este:

$$Na = \frac{Dc}{\sum Nu} \times 100, \text{ unde}$$

Dc este durata consumată a mijloacelor fixe.

Scanned with OKEN Scanner

După modul cum sunt stabilite, normele de amortizare pot fi analitice sau unice. Normele analitice sunt calculate pentru fiecare grupă de mijloace fixe avându-se în vedere durate de funcţionare stabilite funcţie de factorii specifici ce acţionează în procesul de uzură al acestora.

Norma unică se determină numai după ce în prealabil s-au aplicat în întreprindere norme analitice în dimensionarea amortizării. Relaţia de calcul a normei unice este:

$$Nu = \frac{t.A}{t.V_{mat}} \times 100 \text{, unde}$$

Nu este norma unică,
t.A este fondul de amortizare anual total pe întreprindere,
t.Vmat este valoarea medie anuală totală pe întreprindere.

6.4. Sisteme şi mecanisme de calcul ale amortizării

Sistemele de calcul ale amortizării mijloacelor fixe pot fi studiate din mai multe puncte de vedere. Astfel, după *forma de exprimare* a bazei de calcul sunt cunoscute două sisteme: *temporal şi funcţional*[1]. Acest criteriu are în vedere modul în care se face asocierea elementelor ce stau la baza sistemului.

În sistemele *temporale* valoarea de amortizat se recuperează într-o anumită perioadă de timp, prestabilită pentru funcţionarea convenabilă a mijloacelor fixe, făcându-se abstracţie de intensitatea cu care acestea sunt utilizate. Aceste sisteme sunt cele mai folosite în lume datorită avantajelor legate de uşurinţa cu care sunt concepute şi aplicate.

În sistemele *funcţionale* dimensionarea amortizării este realizată în mai strânsă dependenţă de uzura suferită de mijloacele fixe în procesele economice în care sunt angajate. Evoluţia uzurii este evidenţiată cu ajutorul unor indicatori precum: mărimea producţiei, parcursul exprimat în mii km. echivalenţi sau în mii ore de zbor. În ţara noastră acest sistem este aplicat în calculul amortizării doar în sectorul minier unde funcţionarea mijloacelor fixe precum şi posibilitatea de recuperare a valorii lor sunt dependente de rezerva exploatabilă. Norma de amortizare se exprimă în lei/1000 tone de rezervă şi se obţine prin raportarea valorii de inventar (V_i) a mijlocului fix la rezerva exploatabilă (R.ex.) exprimată în unităţi naturale (mii tone):

---

[1] M.Opriţescu ş.a. – Gestiunea financiară a întreprinderii, Editura Dova, Craiova, 1996, p.121; A.I.Giurgiu – Finanţele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.126.

Scanned with OKEN Scanner

$$N_a = \frac{V_i}{R.ec.}$$

Rezerva exploatabilă se stabileşte în primul an de activitate prin proiectul de înfiinţare a exploatării miniere, urmând ca din 5 în 5 ani ea să fie recalculată (excepţie fac salinele unde intervalul este de 10 ani). Recalcularea normelor se poate face şi anual dar, numai dacă intervin schimbări importante: exemplu constatarea unei diminuări sau majorări ale rezervei exploatabile cu minim 10% faţă de nivelul deja cunoscut. Dacă unele mijloace fixe sunt folosite la mai multe exploatări miniere, atunci în determinarea normei de amortizare se au în vedere rezervele exploatabile ale tuturor minelor servite, iar calculul amortizării se face pe baza cantităţilor anuale programate a se extrage din fiecare mină (Q.pl.). Relaţia de calcul a amortizării anuale (A_a) este:

$$A_a = Q.pl. \times N_a$$

Sistemul funcţional s-a practicat în ţara noastră până în anul 1994 şi în cazul stabilirii amortizării mijloacelor de transport şi aerian. Amortizarea se calcula în funcţie de parcursul normat exprimat în mii km. echivalenţi pentru autovehicule şi mii ore de zbor pentru aeronave.

Dacă avem în vedere *ritmul de amortizare* sistemele de calcul, indiferent dacă sunt temporale sau funcţionale, se pot clasifica în:

- *liniare (proporţionale);*
- *degresive (accelerate);*
- *progresive (crescătoare).*

În *sistemul liniar* amortizarea este de mărime constantă pe toată durata normală şi se stabileşte prin aplicarea normei liniare la valoarea de amortizat.

Valoarea de amortizat este reprezentată de valoarea medie anuală a mijloacelor fixe programate să funcţioneze în întreprindere în perioada respectivă. Folosirea unei mărimi medii în calculul amortizării este justificată, pe de o parte, de faptul că normele sunt la rândul lor mărimi medii anuale, iar pe de altă parte, valoarea mijloacelor fixe exploatare de firmă, deci supusă amortizării, este variabilă datorită intrărilor şi ieşirilor din funcţiune:

$$V_{mat} = V_i + V_{mi} - V_{me}, \text{ unde}$$

V_i este valoarea de inventar a mijloacelor fixe existente la începutul anului,

V_{mi} este valoarea medie a mijloacelor fixe ce urmează a fi puse în funcţiune în cursul anului,

V_{me} este valoarea medie a mijloacelor fixe ce urmează a fi scoase din funcţiune în cursul anului.

Valoarea medie a mijloacelor fixe ce urmează a intra (ieşi) din

Scanned with OKEN Scanner

funcţiune se calculează după relaţii asemănătoare:

$$V_{mi} = \frac{V_{i1} \times L_f}{12} \text{ respectiv } V_{me} = \frac{V_{i2} \times L_{nf}}{12}, \text{ unde}$$

$V_{i1(2)}$ este valoarea de inventar a mijloacelor fixe prevăzute a intra în (a fi scoase din) funcţiune

L_f (L_{nf}) reprezintă numărul lunilor de funcţionare (nefuncţionare) pe parcursul anului de programare a mijloacelor fixe, stabilit începând cu luna următoare intrării în (ieşirii din) funcţiune.

Sistemele degresive (accelerate) de amortizare presupun că mărimea valorii recuperate a mijloacelor fixe descreşte de la an la an, pe măsura parcurgerii duratei normale. În funcţie de variabilitatea elementelor de calcul se cunosc două variante ale sistemului degresiv:

a. – cu valoare de amortizat degresivă şi normă constantă

b. – cu valoare de amortizat constantă şi norme anuale degresive.

a. În această primă variantă, amortizarea anuală se obţine în urma înmulţirii valorii rămase de recuperat, la sfârşitul anului precedent ($V_{.r.}$) cu norma constantă ($N_{a.k.}$);

$$A_a = \frac{V_{.r.} \times N_{.a.k.}}{100}$$

Norma de amortizare constantă se determină cu ajutorul valorii reziduale ($V_{.rz.}$), a valorii de inventar ($V_{.i.}$) şi a duratei normale de amortizare (n), conform relaţiei:

$$N_{.a.k.} = (1 - \sqrt[n]{\frac{V_{.rz.}}{V_{.i.}}}) \times 100$$

b. În a doua variantă, amortizarea anuală se calculează prin înmulţirea valorii de inventar a mijloacelor fixe cu norma degresivă calculată în fiecare an cu ajutorul relaţiei:

$$N_{ad} = \frac{D_r}{\sum ni} \times 100, \text{ unde}$$

D_r este durată de amortizare rămasă în fiecare an,

$\sum ni$ este suma aritmetică a numerelor ce compun durata de amortizare.

Sistemul progresiv eminamente teoretic şi aproape inexistent în practică consideră că amortizarea trebuie să sporească de la an la an odată cu evoluţia uzurii mijloacelor fixe. Relaţia de calcul a amortizării este:

Scanned with OKEN Scanner

$$A_a = \frac{V_i \times N_{ap}}{100} \text{ iar, } N_{ap} = \frac{D_c}{\sum ni} \times 100 \text{, unde}$$

V_i este valoarea de inventar,
N_{ap} este norma de amortizare progresivă,
D_c este durata de funcţionare consumată.

În ţara noastră calcularea amortizării se poate realiza fie în sistem liniar, degresiv sau accelerat.

Amortizarea liniară se realizează prin includerea uniformă în cheltuielile de exploatare a unor sume fixe, stabilite proporţional cu numărul de ani ai duratei normale de utilizare a mijlocului fix[1]. Calculul se face prin aplicarea cotei anuale de amortizare la valoarea de intrare a mijlocului fix.

Amortizarea degresivă este o variantă a sistemului cu normă constantă şi valoare de amortizat descrescătoare.

Practicarea acestui sistem, în ţara noastră, presupune două variante determinate de momentul de intrare în funcţiune a mijloacelor fixe:

- pentru mijloacele fixe intrate în funcţiune înainte de 31 dec.1993 se foloseşte sistemul degresiv de amortizare fără luarea în considerare a uzurii morale, variantă numită AD_1;
- pentru mijloacele fixe intrate în funcţiune după 31 dec. 1993 se utilizează sistemul degresiv de amortizare cu luarea în considerare a uzurii morale, variantă denumită AD_2.

În cazul aplicării variantei AD_1 este necesară parcurgerea mai multor etape:

- dimensionarea în primul rând a normei liniare de amortizare pe baza duratei normale:

$$N_a = \frac{1}{D_n} x\ 100,$$

- stabilirea normei constante (N_k) folosită în calculul degresiv prin multiplicarea normei liniare cu unul din următorii coeficienţi (K);

1,5 dacă durata normală de utilizare a mijlocului fix de amortizat este între 2 şi 5 ani;
2,0 dacă durata normală de utilizare a mijlocului fix de amortizat este între 5 şi 10 ani;
2,5 dacă durata normală de utilizare a mijlocului fix de amortizat este mai mare de 10 ani;

[1] Legea nr.15/1994 privind amortizarea capitalului imobilizat în active corporale şi necorporale, republicată în Monitorul Oficial nr,242 din 31 mai 1999

Scanned with OKEN Scanner

$$N_k = N_a \text{ x } k,$$

- calcularea amortizării anuale prin înmulţirea valorii rămasă neamortizată din fiecare an cu norma constantă. Calculul se continuă atât timp cât amortizarea degresivă anuală este mai mare decât amortizarea anuală calculată prin raportarea valorii rămase de recuperat la numărul de ani de funcţionare rămas. Dacă această condiţie nu se păstrează, în sensul că amortizarea anuală calculată în sistem liniar este mai mare sau egală cu cea degresivă, atunci se aplică calculul liniar pe durata rămasă de funcţionare a mijlocului fix respectiv.

Aplicarea variantei AD_2 permite mijloacelor fixe să se amortizeze într-o perioadă mai scurtă decât durata normală de utilizare. În acest caz firmele nu au obligaţia scoaterii din funcţiune a mijloacelor fixe amortizate înaintea expirării duratei normale prevăzută în catalog, însă nu mai calculează amortizarea pe perioada ce exprimă uzura morală. Mijloacelor fixe cu o durată normală de până la 5 ani nu li se calculează influenţa uzurii morale, amortizarea se stabileşte în funcţie de numarul de ani de folosire în sistem degresiv şi numărul de anii de utilizare în sistem linear. Principalele operaţiuni care se efectuează în varianta AD_2 sunt:

- se calculează norma de amortizare în sistem linear, cu ajutorul relaţiei:

$$N_a = \frac{1}{Durata\ \ normala} x\ 100$$

- se stabileşte norma de amortizare degresivă prin înmulţirea normei lineare cu unul din cei trei coeficienţi (1,5; 2; 2,5), funcţie de durata normală a mijlocului fix respectiv;
- se recalculează durata de utilizare în sistem linear funcţie de norma de amortizare degresivă cu relaţia:

$$Durata\ \ recalculata = \frac{100}{Norma\ \ de\ \ amortizare\ \ \text{deg}resiva}$$

- se stabileşte durata în care se amortizează integral mijlocul fix, ca diferenţă între durata normală şi durata recalculată;
- se determină durata de amortizare în sistem degresiv, ca diferenţă între durata în care mijlocul fix se amortizează integral şi durata recalculată;
- se calculează durata de utilizare în sistem linear ca diferenţă între durata în care mijlocul fix se amortizează integral şi durata de amortizare în sistem degresiv;

Scanned with OKEN Scanner

- în final se calculează durata aferentă uzurii morale pentru care nu se mai calculează amortizare ca diferență între durata normală şi durata în care se realizează amortizarea integrală.

Amortizarea accelerată constă în includerea, în primul an de funcționare, în cheltuielile de exploatare a unei amortizări de până la 50% din valoarea de intrare a mijlocului fix respectiv. Amortizările anuale, pentru durata rămasă de funcționare, se calculează după regimul liniar, prin raportarea valorii rămase de amortizat la numărul de ani de utilizare rămas.

Competențele de aprobare a utilizării regimului de amortizare liniară sau degresivă revin consiliului de administrație al agentului economic. Utilizarea regimului de amortizare accelerată se aprobă de către Direcția Generală a Finanțelor Publice şi Controlului Financiar de Stat, la propunerea consiliului de administrație al agentului economic sau a responsabilului cu gestiunea patrimoniului.

Programarea amortizării aferentă perioadei ce urmează este generată, pe de o parte, de rolul acesteia de resursă pentru finanțarea investițiilor, iar pe de altă parte, de faptul că în calitate de element al costurilor influențează evoluția rezultatelor financiare ale firmei. Aceasta, deoarece amortizarea se deduce din baza de calcul a impozitului pe profit, sub acest aspect prezintă interes şi pentru organele fiscale. Odată stabilită, amortizarea semnifică un indicator important de analiză a eficienței folosirii aparatului tehnic al firmei, concluziile rezultate putând constitui un suport solid pentru fundamentarea deciziilor ce reflectă înfăptuirea managementului financiar al întreprinderii. Programarea amortizării mijloacelor fixe se realizează cu ajutorul documentului intitulat *Programul de amortizare*. Funcție de sistemul de calcul adoptat de firmă, acest program poartă denumirea de *Programul de amortizare liniară* (PAL) sau *Programul de amortizare degresivă* (PAD) sau *Programul de amortizare accelerată* (PAA). Întocmirea programului de amortizare se face utilizând una din cele două metode de calcul: analitică sau sintetică. Metoda analitică presupune calcularea amortizării pe fiecare cod de clasificare aflat în patrimoniul întreprinderii. Operațiunile cele mai importante ce privesc aplicarea metodei analitice de amortizare în sistem liniar se referă la:

- ordonarea mijloacelor fixe în ordinea crescătoare a codurilor de clasificare,
- calcularea valorii medii anuale, a normelor analitice, iar apoi a amortizării anuale pe fiecare cod în parte aferent mijloacelor fixe aflate în exploatare la firmă doar pentru cele aflate în cadrul duratelor normale de funcționare,
- repartizarea pe trimestre a amortizării mijloacelor fixe aflate în

Scanned with OKEN Scanner

exploatare în cadrul duratei normale, funcție de perioadele prevăzute de funcționare sau nefuncționare în perioada programată;

- calcularea amortizării mijloacelor fixe prevăzute a fi scoase din funcțiune înainte de expirarea duratelor lor normale;
- stabilirea normei unice de amortizare cu ajutorul relației:

$$N.u. = \frac{t.A}{t.V_{mat}} \times 100 \text{ unde,}$$

t.A. = amortizarea totală

$t.V_{mat}$ = totalul valorilor medii anuale

Metoda sintetică se utilizează numai după ce în prealabil s-a aplicat metoda analitică, iar firma nu prevede pentru perioada următoare intrări sau scoateri din funcțiune de mare anvergură care să modifice structura mijloacelor fixe în mod fundamental. Calculul amortizării se realizează cu ajutorul relației:

$$A_{pl} = tV_{m.pl.} \times Nu_0 \text{ unde}$$

A = amortizarea anuală programată

$t.V_{m.pl.}$ = totalul valorilor medii mărimii programate

Nu_0 = norma unică calculată pe baza datelor din anul de bază

6.5. Finanțarea reparațiilor capitale

Reparațiile capitale sunt definite ca un ansamblu de lucrări efectuate asupra componentelor mijloacelor fixe în scopul menținerii în stare de funcționare a acestora. Aceste lucrări sunt bine individualizate ca structură de operațiuni dar şi ca momente de executare, prin normative tehnice. Spre deosebire de reparațiile capitale care se execută la intervale mai mari de timp şi sunt lucrări de amploare, reparațiile curente şi reviziile periodice constau în lucrări permanente şi sistematice de întreținere curentă a mijloacelor fixe.

Necesitatea efectuării reparațiilor capitale are un caracter obiectiv ce derivă din faptul că părțile componente ale mijloacelor fixe se uzează diferențiat urmare a participării (solicitării) inegale a lor în procesele materiale la care participă.

Planificarea reparațiilor capitale se face pentru fiecare mijloc fix avându-se în vedere două grupe de restricții:

- restricții de natură tehnică exprimate prin ciclurile de funcționare, adică prin intervalele de timp în care componente ale mijloacelor fixe pot fi folosite în siguranță, după care trebuiesc înlocuite;

Scanned with OKEN Scanner

- restricţii de natură bănească, exprimate prin raportul între costul planificat al reparaţiilor capitale şi valoarea de înlocuire a mijlocului fix, la care sunt prevăzute respectivele reparaţii.

Reparaţiile capitale au menirea de a menţine starea de funcţionare a mijloacelor fixe, iar acolo unde se pot realiza modificările care să le facă compatibile cu tipurile noi, mai performante, apărute între timp, atunci putem afirma că se produce şi o modernizare cu această ocazie.

Cheltuielile cu reparaţiile capitale sunt planificate cu ajutorul bugetului de venituri şi cheltuieli în secţiunea bugetul activităţii de producţie. Detalierea informaţiilor se realizează în Planul reparaţiilor capitale în care sunt specificate lucrările programate pe fiecare mijloc fix în parte aşa cum sunt eşalonate pe trimestrele anului previzionat.

Finanţarea reparaţiilor capitale se realizează astfel:

- prin includerea cheltuielilor cu această destinaţie pe costurile de producţie ale perioadelor în care sunt prevăzute să se efectueze reparaţiile. Dacă aceste cheltuieli sunt foarte mari şi afectează substanţial rentabilitatea aşteptată de acţionari, atunci se poate apela la credite. Acestea urmează a fi restituite în perioadele următoare din resurse obţinute în urma includerii sumelor respective pe costuri de producţie;
- dacă odată cu efectuarea reparaţiilor capitale are loc şi o modernizare, atunci se poate asigura finanţarea, ca la orice investiţie, prin utilizarea amortizării.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 7. PLASAMENTE DE CAPITAL PE TERMEN SCURT

7.1. Noțiunea de active circulante

Pentru desfășurarea activității economice, întreprinderea are nevoie ca pe lângă baza tehnică (activele imobilizate) să mai dispună şi de alte bunuri precum materii prime, combustibil, etc., pe care să le transforme în produse finite, valorificate ulterior către consumatori. Aceste bunuri poartă denumirea de active circulante, sau consideră unii autori – cu înțeles sinonim – capital circulant, capital de lucru, fond de rulment global, fond de rulment brut, necesar de fond de rulment pe motiv că bilanțul nu conține în partea de activ, elemente diferite pentru fiecare noțiune în parte. Între noțiunile menționate există însă în unele cazuri serioase deosebiri de conținut, fapt ce le plasează, în mod firesc, în părți diferite ale bilanțului întreprinderii.

Definim *capitalul circulant ca expresia bănească a mijloacelor angajate în procesul de exploatare.* La începutul ciclului de exploatare, capitalul circulant se confundă cu totalitatea mijloacelor băneşti necesare pentru desfăşurarea acestei activități aceasta deoarece în acest moment mijloacele băneşti au un dublu rol de a măsura valoarea fiind în acelaşi timp şi formă de prezentare a ei. Pe parcursul exploatării, capitalul circulant este egal cu suma dintre mijloacele băneşti necheltuite şi expresia bănească a mijloacelor materiale create, respectiv materiile prime, producția neterminată, produsele finite şi produsele expediate dar neîncasate. Mărimea capitalului circulant este influențată de volumul activelor circulante capabil să asigure funcționarea optimă a activelor imobilizate.

Activele circulante reprezintă plasamentele efectuate de firmă astfel încât la sfârşitul ciclului de exploatare aceasta să obțină un surplus financiar. Ele exprimă secvențial derularea ciclului financiar: materiile prime (aprovizionarea), producția neterminată (producția), produsele finite (desfacerea) şi reprezintă *formele concrete* sub care se manifestă capitalul circulant. *Activele circulante se deosebesc de activele imobilizate prin faptul că valoarea lor, angajată într-un proces economic, se regăseşte în totalitate în produsele şi/sau serviciile rezultate, iar prin vânzarea-încasarea acestora se permite revenirea capitalului concretizat în acele active, la starea inițială, de bani, în întregime – la sfârşitul ciclului financiar respectiv.* Capitalul circulant

Scanned with OKEN Scanner

se plasează în active circulante, fiecare cu rol determinant în procesul economic al întreprinderii, care au comportamente şi influenţe diferite, în cursul utilizării lor, asupra rezultatelor finale. Pentru iniţierea unor măsuri adecvate sporirii eficienţei constituirii şi utilizării capitalului circulant este necesară studierea distinctă a masei activelor circulante în care se plasează capitalul. Structura activelor circulante depinde de numeroşi factori între care amintim: particularităţile de activitate ale ramurii din care face parte firma; modul de organizare a procesului de exploatare (a aprovizionării, a producţiei şi a desfacerii), etc.

În cazul întreprinderii industriale activele circulante au următoarea structură: materii prime, materiale diverse (carburanţi, lubrifianţi), producţie neterminată, produse finite, produse expediate dar neîncasate (creanţe faţa de terţi) mărfuri, ambalaje şi disponibilităţi băneşti (în cont şi în casierie). Un loc aparte îl au în structura activelor circulante stocurile de materiale de natura obiectelor de inventar, de echipament de lucru şi protecţie precum şi de piese de schimb. Acestea, după modul de recuperare a valorii lor (pe parcursul mai multor cicluri de exploatare), sunt active imobilizate. Însă din considerente legate de uşurarea modalităţii de evidenţiere a mişcării acestor valori, consecinţă a faptului că sunt numeroase şi de valori mici, materialele de natura obiectelor de inventar, echipamentul de protecţie şi piesele de schimb sunt considerate active circulante.

La firmele din domeniul transporturilor (auto, aero şi feroviar) activele circulante prezintă, în principal, în structura lor stocuri de combustibil, lubrifianţi, piese de schimb, echipament de lucru.

La firmele care activează în ramura comerţului întâlnim ca active circulante, cu deosebire, stocuri de: mărfuri, ambalaje, echipament de protecţie, iar cele care au şi secţii de producţie (laboratoare de cofetărie şi carmangerie) au în structura activelor circulante stocuri de materii prime, producţie neterminată şi produse finite.

Exploataţiile agricole constituie următoarele stocuri în activităţile pe care le desfăşoară: materii prime (seminţe, material de plantat, furaje, îngrăşăminte), producţie neterminată (vegetală, animală, eventual industrială) produse finite, materiale de natura obiectelor de inventar, piese de schimb, combustibil şi lubrifianţi.

În domeniul turismului activele circulante se compun din stocuri de materiale de natura obiectelor de inventar, cazarmament, mărfuri, ambalaje, iar dacă există şi activitate de prelucrare a produselor alimentare, stocuri de materii prime, producţie neterminată şi produse finite.

În activitatea de construcţii montaj, structura activelor circulante

Scanned with OKEN Scanner

presupune existenţa următoarelor stocuri de: materii prime (concretizate în materiale de bază, prefabricate şi detalii de montat), producţie neterminată (de construcţii montaj eventual de proiectare şi industriale) materiale de natura obiectelor de inventar, cazarmament, piese de schimb şi combustibil.

O clasificare a activelor circulante, cu o semnificaţie aparte în contextul înfăptuirii gestiunii financiare a întreprinderii, o reprezintă gruparea acestora în: *valori de exploatare, valori realizabile pe termen scurt şi mijloace băneşti în casierie şi în conturi bancare. Valorile de exploatare* se referă la cele trei importante stocuri constituite în procesul de exploatare, care în cazul întreprinderilor industriale, se concretizează în stocuri de: materii prime, producţie neterminată şi produse finite. Existenţa acestor valori asigură funcţionarea bazei tehnice a întreprinderii, iar în perspectiva unei activităţi continue, acestea trebuie să aibă o prezenţă permanentă fiind indispensabile oricărui proces de exploatare. *Valorile realizabile pe termen scurt* sunt compuse din sumele neîncasate de la clienţi pentru produsele şi/sau serviciile livrate de firmă, alte diverse debite, precum şi titlurile de valoare, negociabile la bursa de valori, deţinute de întreprindere. *Mijloacele băneşti din casierie şi din conturile bancare* ale firmei formează lichiditatea imediată a întreprinderii sau trezoreria netă. Existenţa capitalului sub formă bănească este determinată de necesitatea desăvârşirii unui ciclu financiar şi a pregătirii condiţiilor pentru următorul. Cu această ocazie se pot stabili rezultatele financiare şi obligaţiile privind remunerarea capitalurilor implicate în acea activitate. Perioada de imobilizare cât şi dimensiunea capitalului menţinut sub formă bănească sunt în funcţie de o serie de factori. Pe de o parte, timpul de imobilizare trebuie să fie cât mai mic deoarece doar capitalul care circulă prin cele trei stadii poate produce surplus bănesc. Imobilizarea prea îndelungată a capitalului în starea lichidă, înseamnă un cost al său care sporeşte odată cu trecerea timpului, fără să se creeze şi sursa de acoperire a lui, iar ca rezultat să însemne pagubă. Pe de altă parte, păstrarea disponibilităţilor este impusă de câteva situaţii de exemplu:

- urmează efectuarea unor plăţi iar firma nu are şanse de încasare a unor noi sume până la scadenţa datoriilor,
- firma aşteaptă noi oportunităţi investiţionale pe care să le exploateze.

Pe durata unui ciclu de exploatare, capitalul circulant parcurge succesiv cele trei stadii: aprovizionare, producţie şi desfacere îmbrăcând o serie de forme funcţionale (în principal materii prime, producţie neterminată şi produse finite). Reluarea continuă a ciclului exploatării, urmare a permanenţei consumului, are drept consecinţă trecerea necontenită a valorii prin cele trei stadii, fenomen numit *rotaţia capitalului circulant.*

Scanned with OKEN Scanner

Activele circulante pot fi clasificate şi în funcţie de apartenenţa la unul din stadiile ciclului exploatării. Astfel, dacă avem în vedere firmele industriale, atunci în stadiul aprovizionării întâlnim stocuri de: materii prime, materiale de natura obiectelor de inventar şi piese de schimb în magazie, soldul disponibilităţilor băneşti. În stadiul producţiei activele circulante sunt reprezentate de stocurile de: produse neterminate, materiale de natura obiectelor de inventar şi piese de schimb date în folosinţă precum şi soldul cheltuielilor anticipate. În stadiul desfacerii activele circulante se prezintă sub forma stocurilor de produse finite, soldul creanţelor faţă de terţi (produse expediate dar neîncasate), soldul disponibilităţilor băneşti (în cont şi în casierie).

Capitalul circulant poate fi plasat în active care au încorporată valoarea în materialele din care sunt făcute, având deci o materializare corporală (exemplu stocurile de materii prime, produse neterminate sau produse finite), sau în active care au valoare urmare a cheltuielilor făcute pentru achiziţionarea lor având deci o materializare necorporală (exemplu cheltuielile anticipate). Activele circulante nu se deosebesc de activele imobilizate prin durata imobilizării ci prin *ritmul* de recuperare, adică de revenire la forma iniţială de disponibilitate apţă de a fi reinvestită, deoarece folosirea activelor imobilizate reclamă un plasament egal ca durată în timp, în stocuri care vor exista atât cât va exista şi baza tehnică.

7.2. Probleme generale privind dimensionarea capitalului circulant

Dimensionarea capitalului circulant al întreprinderii trebuie realizată în concordanţă cu obiectivele acesteia, respectiv:

- asigurarea atât a desfăşurării normale a exploatării în conformitate cu sarcinile pe care şi le propune firma urmare a comenzilor percepute de pe piaţă şi
- obţinerea cu această ocazie a unui profit cât mai mare posibil.

Cele două obiective pot fi înfăptuite cu măsuri opuse, ca finalitate, privind mărimea capitalului pe care firma trebuie să-l angajeze în exploatare, respectiv:

- *continuitatea exploatării* impune constituirea de capitaluri cât mai mari, ca o garanţie a capacităţii de a efectua oricând cheltuielile solicitate de crearea stocurilor precum şi a celor de prelucrare şi desfacere;
- *obţinerea unui profit* cât mai mare presupune folosirea unui volum de capitaluri, cât mai scăzut, pentru ca astfel să existe o preocupare a responsabililor financiari de evitare a unor cheltuieli de exploatare

Scanned with OKEN Scanner

neeconomicoase, dar şi a sporirii inutile a costului capitalurilor, consecinţă a angajării unor resurse peste cele absolut necesare.

Înfăptuirea celor două obiective cu cele mai bune rezultate se poate face doar prin optimizarea mărimii capitalurilor pentru exploatare ale firmei. Optimul financiar este acea stare de echilibru spre care se tinde în economia întreprinderii, în care mijloacele sale financiare sunt mobilizate oportun, în strânsă concordanţă cu nevoia reclamată de desfăşurarea normală a activităţii şi utilizate corespunzător condiţiilor concrete de mediu economic în care aceasta funcţionează[1].

Optimul financiar în calitatea sa de componentă a optimului economic presupune respectarea următoarelor cerinţe specifice[2]:

- constituirea la momentul oportun în volumul, structura şi calitatea cerută de nevoia de capitaluri a tuturor mijloacelor financiare ale întreprinderii şi înfăptuirea echilibrului financiar;
- utilizarea mijloacelor financiare astfel încât afectarea lor pe destinaţii să permită întreprinderii sporirea continuă a patrimoniului său, a forţei concurenţiale şi implicit a valorii de piaţă, minimizând efortul în vederea obţinerii efectelor economice scontate în deplină concordanţă cu posibilităţile reale de fructificare oferite de piaţă. Optimul financiar se poate exprima:
  - fie prin maximizarea efectului util (Y) atunci când mărimea şi structura efortului financiar (X) sunt date, conform relaţiei: $\frac{Y}{X} < \frac{Y+\Delta Y}{X} \rightarrow$ maxim, unde ΔY este creşterea de efect util;
  - fie prin minimizarea efortului financiar depus pentru a obţine un anumit efect util, într-o anumită structură, caz exprimat cu ajutorul relaţiei: $\frac{X}{Y} > \frac{X-\Delta X}{Y} \rightarrow$ minim, unde ΔX este economia de efort.

Mărimea capitalului circulant stabilită în condiţii de optim financiar este exprimată de nevoia (necesarul) de capital pentru exploatare (de lucru). Nevoia de capital circulant depinde (în principal) de doi parametri: *dimensiunea activităţii* ce urmează a se desfăşura şi *condiţiile* în care aceasta este organizată. Dacă avem în vedere începutul ciclului de exploatare, atunci nevoia de capital circulant este exprimată de totalitatea mijloacelor băneşti

---

1 D.Bucătaru, Capitalurile firmei, Ed.Sedcom Libris, Iaşi, 1999, p.133

2 I.Trenca, Managementul financiar al întreprinderii, Ed.Mesagerul, Cluj Napoca, 1997, p.65

Scanned with OKEN Scanner

necesare pentru constituirea stocurilor de active circulante precum şi de efectuare a cheltuielilor de prelucrare şi desfacere.

Nevoia de capital depinde de *dimensiunea activităţii* ce urmează a se desfăşura, deoarece mărimea activelor circulante evoluează, în general, în acelaşi sens cu volumul obligaţiilor economice pe care şi le propune firma. Rolul economistului de a le influenţa evoluţia este limitat, deoarece mărimea activelor circulante este o consecinţă a consumurilor de valori materiale şi de muncă specifice naturii proceselor reale ce se desfăşoară în întreprindere precum şi de tehnologiile aplicate de aceasta.

Condiţiile care privesc organizarea activităţii se referă la durata de imobilizare a capitalului circulant. Astfel, cu ajutorul instrumentelor financiare se pot limita duratele proceselor de prelucrare strict la timpii de efectuare a operaţiunilor tehnice ce privesc fabricarea produselor şi/sau serviciilor firmei. De asemenea durata de imobilizare a capitalului poate fi mai mare sau mai mică, funcţie de modul în care se realizează plata factorilor consumaţi în exploatare şi încasarea contravalorii bunurilor şi/sau serviciilor livrate consumatorilor. Amânarea plăţilor apare ca o minorare a nevoii de capital, iar întârzierea efectuării încasărilor înseamnă o sporire a nevoii de capital circulant.

În alte lucrări de specialitate se consideră că factorii care influenţează mărimea nevoii de capital circulant se pot grupa în trei categorii[1]:

- factori de formare cantitativ-structurali (F_1);
- factori care afectează cantitativ, calitativ şi moral structura economică de producţie (F_2);
- factori de dezvoltare şi perfecţionare (F_3).

Primul grup de factori (F_1) influenţează mărimea capitalului circulant şi se referă la *condiţiile tehnice, tehnologice şi organizatorice de lucru* realizate în întreprindere, în general şi pe fiecare fază a ciclului de exploatare, precum şi la *capacitatea de producţie*. Condiţiile tehnice, tehnologice şi organizatorice au ca efect al acţiunii lor un anumit nivel al imobilizărilor de capital atât pe unitate de produs cât şi în timp, pe durata stadiilor exploatării. O îmbunătăţire a condiţiilor menţionate are o influenţă favorabilă asupra mărimii capitalului circulant, în sensul reducerii lui, atât pe unitate de produs, cât şi a timpului de imobilizare. Capacitatea de producţie este rezultatul deciziei de investiţie fiind consecinţa cerinţelor pieţei. Acest factor determină o multiplicare a imobilizărilor produse de factorii anteriori urmare a creşterii numărului de produse ce urmează a fi fabricate.

---

[1] N.Antoniu, P.Bran, Finanţele unităţilor economice, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1980, p.74.

Scanned with OKEN Scanner

Al doilea grup de factori (F_2) are efecte destructive, de consum, de diminuare a capitalului circulant. Din această grupă fac parte factori de natură fizico-chimici sau de uzură morală care pot afecta mărimea capitalului circulant pe perioada imobilizării lui. Cel mai reprezentativ factor din categoria menționată este factorul subiectiv, omul care din poziția lui de executant îi poate da o utilizare cu o eficiență scăzută, sau din postura de decident când poate hotârî un nivel al capitalului circulant care să subutilizeze aparatul tehnic al firmei. Consecințele acțiunii acestor factori determină o creştere a mărimii capitalului circulant încât să se acopere şi aceste consumuri neeconomicoase. Efectele celor două categorii de factori (F_1 şi F_2) trebuiesc luate în considerare în dimensionarea nevoii de capital ori de câte ori se reia ciclul de exploatare.

Al treilea grup de factori (F_3) este format de acțiunea legilor economice, de interacțiunea capitalului circulant cu celelalte componente ale exploatării şi de rolul pozitiv al factorului subiectiv de execuție şi de conducere (care dispune de un nivel ridicat de profesionalism). Acest grup determină un nivel mai scăzut de capital circulant pentru realizarea obiectivului economic propus.

Operațiunile care privesc dimensionarea nevoii de capital circulant pot fi grupate în:

- operațiuni care se referă la stabilirea mărimii activelor circulante la nivelele cerute de exploatare. În acest sens activele se evaluează cu ajutorul unor factori precum: consumurile materiale specifice, prețurile de aprovizionare, intervalele de aprovizionare, ritmul de creştere a cheltuielilor de prelucrare, etc.;
- operațiuni care vizează calcularea necesarului minim de mijloace băneşti cu ajutorul cărora se pot constitui activele circulante ale căror mărimi s-au stabilit prin operațiunile anterioare. Realizarea acestui obiectiv impune evidențierea particularităților în manifestarea fluxurilor băneşti față de cele materiale. Dacă în întreprindere ciclurile de exploatare se desfăşoară decalat în timp, cum de altfel se întâmplă în marea majoritate a situațiilor, atunci există posibilitatea ca sume încasate la finalul unui ciclu să fie utilizate în finanțarea cheltuielilor aferente altor cicluri, aflate în desfăşurare. În consecință, dacă într-o perioadă dată (trimestru), în întreprindere, se desfăşoară simultan mai multe procese de exploatare, dar aflate în stadii diferite de evoluție, atunci nevoia minimă de capital aferentă acelei perioade, nu este dată de produsul dintre nevoia de capital cerută de un proces şi numărul de procese aflate în derulare, cum ar părea la prima vedere ci mult mai mică, deoarece mijloace băneşti recuperate la finalul unor cicluri, pot asigura finanțarea celorlalte cicluri aflate în continuare.

Scanned with OKEN Scanner

Activele circulante nu se constituie într-o masă amorfă cu implicații identice în gestiunea financiară a întreprinderii.

În contextul optimizării mărimii capitalurilor pentru exploatare revenim la gruparea activelor circulante în:

- valori de exploatare,
- valori realizabile pe termen scurt şi
- disponibilități băneşti.

Valorile de exploatare semnifică stocurile care se crează în întreprindere pe parcursul celor trei stadii ale exploatării. Ele reprezintă componenta centrală, permanentă a activelor circulante fără de care nu poate exista activitatea unei firme. În cazul întreprinderilor din industrie, stocurile prezintă următoarea structură:

- stocuri de valori materiale pentru fabricație,
- stocuri de valori materiale în curs de fabricație,
- stocuri de valori materiale destinate vânzării.

Fiecare din cele trei grupe necesită metode specifice de evaluare. Reamintim că mărimea stocurilor trebuie să răspundă celor două cerințe fundamentale ale firmei, respectiv:

- să permită firmei realizarea la nivelul angajamentelor asumate, ale volumului şi structurii producției şi
- să conducă la obținerea celui mai ridicat profit posibil, funcție de condițiile oferite în acel moment de mediul în care activează firma.

Armonizarea înfăptuirii celor două cerințe se poate face prin optimizarea mărimii stocurilor. Prin optimizarea stocurilor se crează premise pentru sporirea calității gestiunii financiare a întreprinderii. Mărimea prea ridicată a stocurilor influențează eficiența activității economice prin creşterea efortului bănesc reclamat de acoperirea acestora, prin sporirea cheltuielilor legate de formarea lor, concomitent cu reducerea corespunzătoare a profitului. Efectele subdimensionării stocurilor pun în discuție capacitatea materială a firmei de a produce la nivelul obligațiilor din contracte, afectând şi eficiența utilizării activelor imobilizate.

În problematica optimizării stocurilor trebuiesc cunoscute o serie de elemente şi anume:

- cererea de produse şi/sau servicii pe care firma trebuie să o onoreze;
- marimea stocului cu ajutorul căruia poate fi satisfăcută cererea, stoc care se epuizează, fiind necesară reînnoirea lui fie prin aprovizionări continui, fie periodice;
- cheltuielile asociate operațiunilor de aprovizionare în funcție de care se

Scanned with OKEN Scanner

optimizează stocurile;

- restricţii care intervin în rezolvarea problemei stocurilor.

Cheltuielile asociate operaţiunilor de aprovizionare se compun din:

a) *cheltuieli legate de cumpărarea* valorilor materiale în care se găsesc *sumele plătite furnizorilor* şi *cheltuielile de transport. Sumele plătite furnizorilor* depind în principal de preţul de achiziţie şi cantităţile necesare de aprovizionat. Asupra ambelor elemente nu se poate acţiona atunci când se pune problema optimizării stocurilor deoarece: preţul este cel practicat pe piaţă consecinţă a cererii şi ofertei, iar cantităţile de aprovizionat sunt dependente de mărimea producţiei programate a se realiza, precum şi de consumurile tehnologice specifice.

Cheltuielile de transport însă pot să difere în funcţie de distanţa dintre firma furnizoare şi cea beneficiară, dar acest aspect apare atunci când se selectează furnizorii. Cum însă asemenea probleme se rezolvă anticipat stocării, în unele modele matematice cheltuielile de transport sunt considerate drept cheltuieli asupra cărora nu se poate acţiona, pe când în alte modele, dimpotrivă;

b) *cheltuieli generale de aprovizionare* şi *de păstrare a stocurilor* în care se includ, referitor la prima grupă, salariile personalului angajat la serviciul aprovizionării precum şi o parte din salariile conducerii firmei. *Cheltuielile de păstrare a stocurilor* sunt formate din chiria sau amortizarea clădirilor dar şi a altor mijloace fixe utilizate la depozitarea materialelor; din cheltuielile de personal aferente personalului din magazii; din pierderile normale pe durata depozitării; din cheltuielile legate de întreţinerea în stare bună a materialelor depozitate, cu inventarierea, apoi cele pentru sortarea eventual ambalarea precum şi din costul capitalului imobilizat în stocuri (calculat, de regulă, la nivelul ratei dobânzii bancare percepute la creditele normale). Unii autori consideră necesară separarea costului capitalului de restul cheltuielilor de aprovizionare şi păstrare. În alte lucrari se susţine ideea conform căreia costul capitalului are aceleaşi caracteristici ca şi celelalte cheltuieli de aprovizionare şi de păstrare ele depinzând de mărimea stocurilor[1].

În contextul optimizării stocurilor cele două grupe de cheltuieli (de aprovizionare şi de păstrare) au comportamente diametral opuse:

- *cheltuielile de aprovizionare* sunt determinate de numărul de operaţiuni de efectuat cu încheierea contractelor, cu supravegherea îndeplinirii lor de parteneri, număr de operaţiuni care influenţează la rândul lor numărul de

---

1 Teodor Roşca – Creşterea eficienţei mijloacelor circulante, Editura Academiei, Bucureşti, 1983, p.48.

Scanned with OKEN Scanner

posturi la compartimentul aprovizionare, în sensul că în cazul unor reaprovizionări frecvente şi numărul de operaţiuni aferente este mare şi invers, ca atare, amploarea cheltuielilor de aprovizionare depinde nu de mărimea stocului, ci de numărul de reaprovizionări. Unii autori consideră că în această grupă trebuie incluse şi aşa zisele „costuri de oportunitate" care exprimă eventualele pierderi suferite de firmă urmare a unei rentabilităţi mai scăzute a activelor care urmează a se achiziţiona comparativ cu rentabilitatea altor active, posibile plasamente[1];

- *cheltuielile de păstrare a stocurilor* sunt strict dependente de marimea stocului, în sensul că stocurile mari determină existenţa unor suprafeţe mari de depozitare, de natura chiriilor (amortizării) spaţiilor utilizate şi a unei serii de utilităţi precum personal numeros şi cheltuieli mari; salariile personalului angajat la paza depozitelor, la paza contra incendiilor, la manipularea bunurilor, a iluminării, sau a încălzirii.

Cunoaşterea evoluţiei acestor două grupe de cheltuieli este utilă în optimizarea principalului stoc constituit în prima fază a ciclului exploatarii, adică a stocului curent. Astfel *cheltuielile de aprovizionare* sunt direct proporţionale cu numărul de reaprovizionări şi invers proporţionale cu marimea stocului în timp ce *cheltuielile de stocare* sunt direct proporţionale cu mărimea stocului. Stocul curent minim este obţinut atunci când suma celor două tipuri de cheltuieli este minimă;

Cheltuielile de lansare a comenzilor care sunt formate din: cheltuieli cu întreţinerea serviciilor de aprovizionare; cheltuieli de recepţie; taxe poştale, cheltuieli cu ţinerea evidenţei comenzilor etc.

După prezentarea structurii cheltuielilor de care trebuie să se ţina seama în orice problemă de optimizare a stocurilor putem desprinde o serie de concluzii cu caracter general:

- cheltuielile de stocare sunt variabile în funcţie de cantitatea stocată şi de timpul de stocare;
- cheltuielile de lansare sunt constante în raport cu cantitatea comandată, dar variabile cu numărul comenzilor;
- cheltuielile de aprovizionare sunt variabile (direct proporţionale) cu numărul comenzilor dar şi cu mărimea stocului (invers proporţionale).

Dacă în întreprindere sunt stocuri ridicate ca volum, reînnoite la perioade lungi se diminuează cheltuielile de lansare şi de aprovizionare, sporind în schimb cheltuielile de stocare, în situaţia în care stocurile sunt mici

[1] I.A.Giurgiu – Finanţele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.81

Scanned with OKEN Scanner

dar reînnoite frecvent, cheltuielile de lansare şi de aprovizionare sporesc, în schimb se reduc cheltuielile de stocare.

Mărimea optimă a stocurilor este acea mărime care asigură continuitatea exploatării la nivelul ei cel mai scăzut cu putinţă. Optimizarea stocurilor are în vedere *condiţiile tehnice* de constituire a lor: necesarul de consum, timpul de aprovizionare etc. Nevoia de capital pentru constituirea stocurilor are în vedere cheltuielile de constituire a lor. *Minimizarea acestor cheltuieli* reprezintă criteriul de optimizare a nevoii de capital pentru crearea stocurilor firmei.

7.3. Metode de dimensionare a nevoii de capital pentru grupa „valori de exploatare"

Dimensionarea nevoii de capital la grupa valori de exploatare se poate face cu ajutorul mai multor metode. Acestea sunt grupate în funcţie de modul de atingere a obiectivului propus în metode analitice şi metode sintetice.

În esenţă metodele analitice pornesc în dimensionarea capitalului pentru exploatare prin calcularea nevoilor de capital pentru fiecare element component a activelor circulante ce urmează a se crea şi apoi prin însumare se ajunge la nevoia totală de capital circulant. Metodele sintetice stabilesc de la început nevoia totală după care, prin folosirea unor relaţii de proporţionalitate, se calculează nevoile de capital necesare pentru crearea fiecărui fel de activ circulant.

Ambele metode au ca bază de calcul fie *costurile de producţie fie cifra de afaceri*[1]. *Determinarea nevoii de capital circulant pe baza costurilor de producţie* este justificată de faptul că mărimea acestui capital este determinată de cheltuielile de achiziţie, fabricaţie şi livrare a produselor, adică de totalitatea costurilor ce privesc procurarea şi deţinerea activelor circulante. Soldul activelor circulante reflectă preocuparea firmei pentru reducerea cheltuielilor de exploatare şi de sporire, pe această cale, a rentabilităţii. *Determinarea nevoii de capital circulant pe baza cifrei de afaceri* este motivată de cerinţa recuperării operative a capitalurilor avansate în crearea activelor circulante. Recuperarea în cel mai scurt timp a capitalurilor, reflectată prin componentele cifrei de afaceri, dă expresie preocupărilor firmei pentru sporirea lichidităţii activelor circulante.

---

[1] I.Stancu – Finanţe, Editura Economică, Bucureşti, 1996, p.484

Scanned with OKEN Scanner

7.3.1. Metode analitice

Aceste metode se caracterizează prin determinarea necesarului de capital pe fiecare componentă a valorilor de exploatare: materii prime şi materiale, producţie neterminată, produse finite, materiale de natura obiectelor de inventar, piese de schimb. Calculul este detaliat pe fiecare fel de materie primă, sortiment de produs nefinit, etc., astfel încât să se ia în considerare consecinţele acţiunii diversităţii factorilor care influenţează dimensiunea nevoii de capital pentru exploatare.

Considerăm utile câteva precizări privind dimensionarea nevoii de capital pentru exploatare:

- se începe cu determinarea *mărimii stocurilor* la grupa "valori de exploatare" ca o componentă deosebită a gestionării capitalului circulant;
- se continuă cu stabilirea *nevoii de capital* pentru crearea activelor de grupa "valori de exploatare" numită şi *nevoia de fond de rulment net;*
- în final se calculează *necesarul de capital pentru constituirea tuturor activelor circulante* (nu doar a celor de la grupa "valori de exploatare"), adică şi pentru finanţarea creditelor acordate de firmă clienţilor săi, luându-se totodată în calcul şi avantajele financiare rezultate din relaţiile firmei cu terţii. Rezultatul este influenţat (în sensul diminuării nevoii de capital) cu mărimea creditelor primite de firmă de la unii parteneri. Necesarul de capital pentru constituirea valorilor de exploatare (nevoia de fond de rulment net) majorat cu necesarul pentru acoperirea creditelor acordate clienţilor, apoi minorat cu sumele primite sub formă de împrumut de la parteneri constituie *nevoia de fond de rulment.*

Dimensionarea nevoii de capital pentru materii prime şi materiale

În vederea stabilirii mărimii stocurilor la materii prime şi materiale sunt necesare câteva precizări:

- în cazul în care firma are un număr mare de repere pentru care trebuiesc făcute calcule privind mărimea nevoii de capital pentru exploatare, atunci se impune o operaţiune de sistematizare. Astfel, se separă acele materiale care au o valoare mare şi o frecventă consumabilitate şi deci un ritm ridicat de aprovizionare numite şi materiale nominalizate de acele materiale de valori mici şi consumabilitate scăzută numite şi materiale diverse. Pentru primele nevoia de capital se va stabili prin calcule bine individualizate, iar pentru cel de al doilea grup necesarul se va determina în mod global, funcţie de raportul existent între cele două grupe;
- în altă ordine este necesară cunoaşterea a două extreme privind mărimea stocurilor, adică a stocului minim precum şi a celui maxim în vederea evitării depăşirii celor două limite. Stocul minim se referă la cantitatea care

Scanned with OKEN Scanner

trebuie să asigure consumul curent în intervalul de timp dintre două aprovizionări succesive, din această cauză este numit stoc curent sau stoc de securitate.

Stocul curent se poate determina cu o relație generală de calcul

$$Stoc\ curent = \frac{C}{T} x\ a$$

unde C reprezintă consumul la materia primă la care se face calculul

T este perioada pentru care se calculează stocul curent (90 zile sau 360)

a reprezintă intervalul mediu între două aprovizionări succesive calculat ca o medie statistică ponderată.

Optimizarea cheltuielilor pentru constituirea stocului curent luând drept criteriu minimizarea cheltuielilor de aprovizionare se poate face urmând mai multe modele. Astfel în modelul Willson-Whitin se porneşte de la costul total (c_t) al formării stocului compus din cheltuielile de aprovizionare (c_a) şi cele de depozitare (c_d). În varianta unei cereri constante, pe o perioadă fixă de aprovizionare, fără să se ia în considerare apariția lipsei de stoc, relația devine:[1]

$$c_t = \frac{C}{S_c} c_a + \frac{T \times S_c}{2} \times c_d \text{, unde}$$

S_c este mărimea optimă a stocului,

c_a sunt cheltuielile unitare pentru pregătirea unei noi aprovizionări

c_d sunt cheltuielile de depozitare pe unitate de stoc în unitatea de timp.

Costul minim total se obține prin derivarea funcției de mai sus

$\frac{dc_t}{dS_c} = 0$, adică $\frac{-C \times c_a}{S_c^{\,2}} + \frac{T \times c_d}{2} = 0 \Rightarrow \frac{T \times c_d}{2} = \frac{C \times c_a}{S_c^{\,2}}$ din relația ultimă se extrage

$$S_c^{\,2} = \frac{2C \times c_a}{T \times c_d} \text{ sau } S_c = \sqrt{\frac{2C \times c_a}{T \times c_d}}$$

Cu aceeaşi ocazie se pot stabili: numărul optim de reaprovizionări (r) precum şi intervalul optim dintre două reaprovizionări (a):

$$r = \frac{C}{S_c} \text{ iar } a = \frac{T}{C} S_c$$

Grafic, crearea stocului curent ar însemna ca la intervale egale să se constituie de fiecare dată stocul curent la acelaşi nivel stabilit la o dimensiune care să minimizeze cheltuielile pe care le-am menționat (fig.nr.18):

---

[1] Stancu I. – Finanțe, Editura Economică, Bucureşti, 1996, p.325; Charreaux G. – Gestion financière de l'entreprise, P.U.F., Paris, 1989, p.642

Scanned with OKEN Scanner

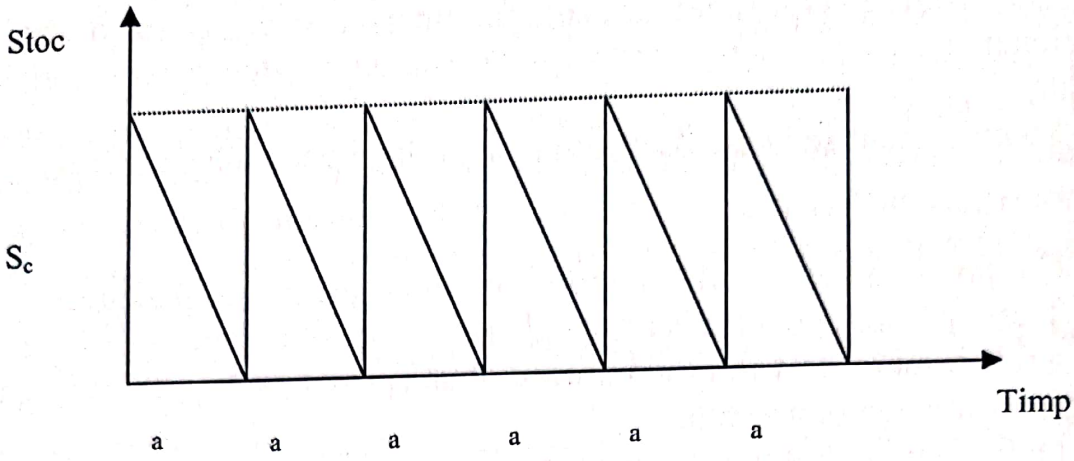


Fig.nr.18. Constituirea stocului curent optim după modelul lui Willson-Whitin

Stabilirea cheltuielilor minime de aprovizionare şi depozitare se realizează în urma optimizării celor două grupe de cheltuieli care evoluează contradictoriu odată cu sporirea stocului curent (fig.nr.19):

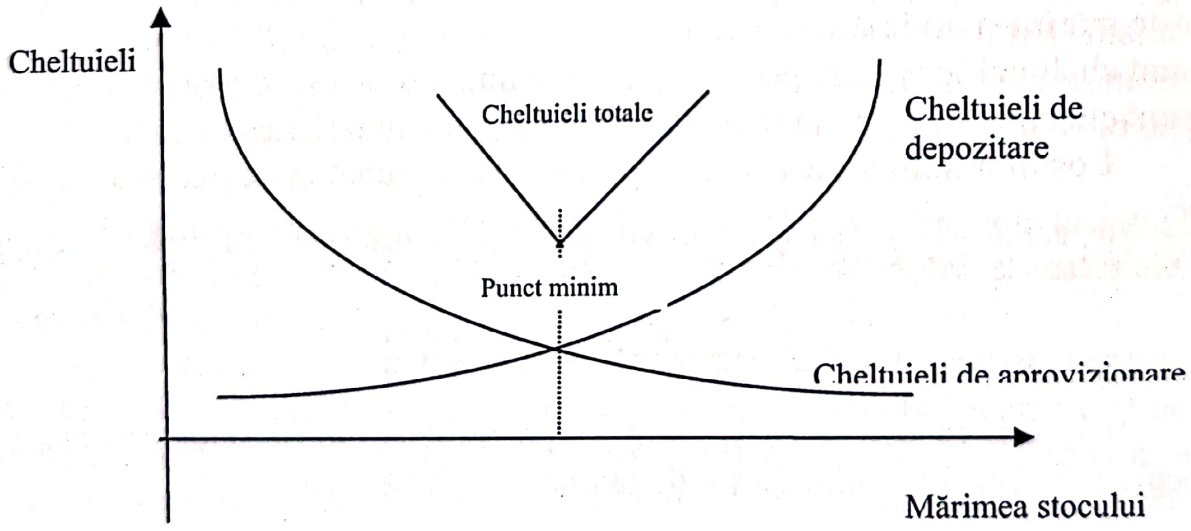


Fig.nr.19. Stabilirea cheltuielilor minime în modelul lui Willson-Whitin

Aplicaţie

La o întreprindere necesarul anual dintr-o materie primă, conform programului de producţie pentru anul viitor este de 600.000 kg. În condiţiile în care pregătirea unei noi comenzi de aprovizionare costă 48.000.000 lei, iar stocarea şi păstrarea materiei prime costă zilnic 400 lei/kg se cere să se

Scanned with OKEN Scanner

determine mărimea stocului optim, numărul optim de reaprovizionări, intervalul optim între două reaprovizionări, precum şi mărimea cheltuielilor de aprovizionare, a cheltuielilor de depozitare şi a cheltuielilor totale de gestiune aferente stocului optim.

Rezolvare

Stocul optim de aprovizionat este:

$$S_c = \sqrt{\frac{2C \times c_a}{T \times c_d}} = \sqrt{\frac{2 \cdot 600.000 \cdot 48.000.000}{360 \cdot 400}} = 20.000\, kg$$

Numărul optim de reaprovizionări este $r = \frac{C}{S_c} = \frac{600.000}{20.000} = 30$, *iar intervalul optim dintre două reaprovizionări,*

$$a = \frac{T}{C} S_c = \frac{360}{600.000} \cdot 20.000 = 12 \text{ zile}$$

Cheltuielile de aprovizionare:

$$C_a = \frac{C}{S_c} \cdot c_a = \frac{600.000}{20.000} \cdot 48.000.000 = 1.440.000.000 \text{ lei}$$

Cheltuielile de depozitare:

$$C_d = \frac{S_c \cdot p_a}{2} \cdot c_d = \frac{360 \cdot 20.000}{2} \cdot 400 = 1.440.000.000 \text{ lei}$$

În parametrii optimizării de mai sus, costul total minim pentru formarea acestui stoc este:

$$C_T = C_a + C_d = 2.880.000.000 \text{ lei}$$

Un alt model de optimizare a nevoii de capital pentru constituirea stocului curent este cel în care se analizează evoluţiile cheltuielilor de aprovizionare şi de stocare, pe de o parte, alături de cele care decurg din lipsa stocului curent, pe de altă parte. *Cheltuielile datorate lipsei* stocurilor de materii prime se compun din cheltuielile ocazionate de procurarea disponibilităţilor de pe piaţa financiară necesare pentru achiziţionarea respectivelor active, numite *cheltuieli de negociere* la care se adaugă pierderile suferite de firmă urmare a întreruperii exploatării, a diminuării clientelei sau a vânzărilor datorate faptului că întreprinderea nu a dispus de suficiente active circulante, numite *cheltuieli de siguranţă. Cheltuielile de negociere* sunt cu atât

Scanned with OKEN Scanner

mai mari cu cât întreprinderea duce mai mare lipsă de disponibilități, iar nevoia de ele este mai presantă.

Criteriul de optimizare a cheltuielilor de constituire a stocului curent îl reprezintă în acest model minimizarea cheltuielilor totale compuse în acest caz din *cheltuieli de achiziție şi de păstrare* la care se adaugă *cheltuielile de lipsă*. Soluțiile de scădere a cheltuielilor totale sunt alese în funcție de raportul creat la un moment dat între cele două grupe de cheltuieli şi sugerând totodată şi utilizare mai eficientă a capitalului circulant.

Cheltuielile de achiziție şi de păstrare sporesc odată cu investițiile în active circulante, comparativ cu cele de *lipsă* care au o evoluție diametral opusă, respectiv scad pe măsură ce investițiile amintite cresc. Atunci când cheltuielile de *procurare – păstrare* scad într-o măsură mai mare decât cresc cele *de lipsă* atunci punctul minim se obține prin constituirea de stocuri mari (fig.nr.20).

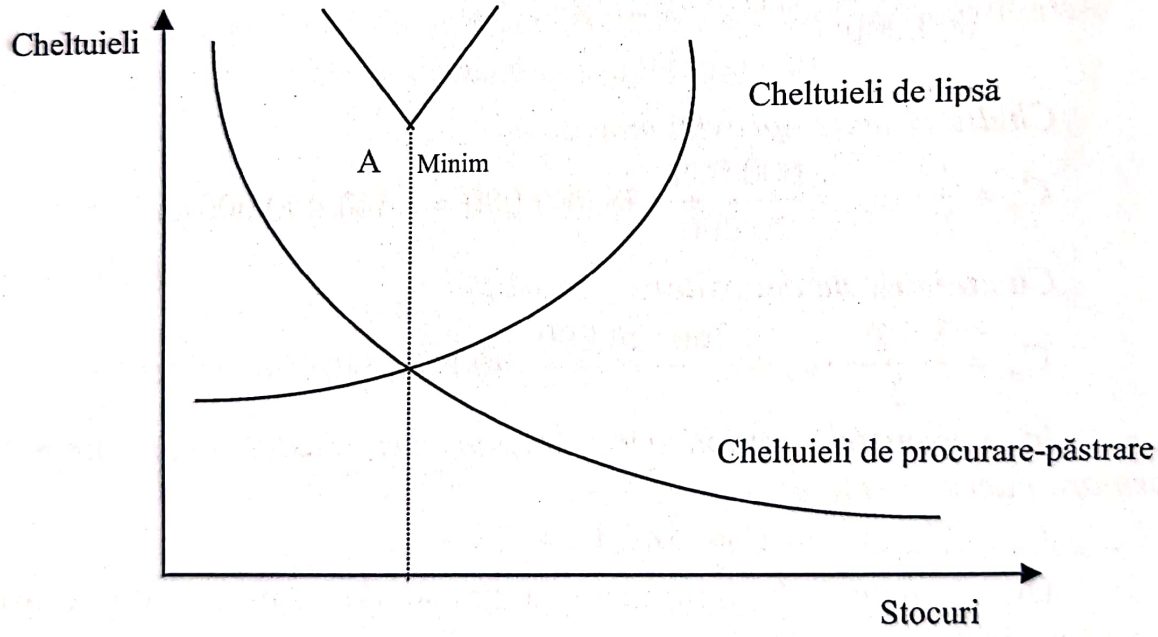


Fig.nr.20. Stabilirea punctului minim, atunci când cheltuielile de procurare-păstrare sunt mici, iar cele de lipsă sunt mari

Punctul minim A în care cheltuielile totale sunt cele mai mici exprimă mărimea optimă a stocului curent. Dacă însă cheltuielile de *procurare-păstrare* sunt mai mari iar cele *de lipsă* sunt mici, atunci firma trebuie să aleagă varianta optimizării prin constituirea de stocuri mici (fig.nr.21).

Scanned with OKEN Scanner

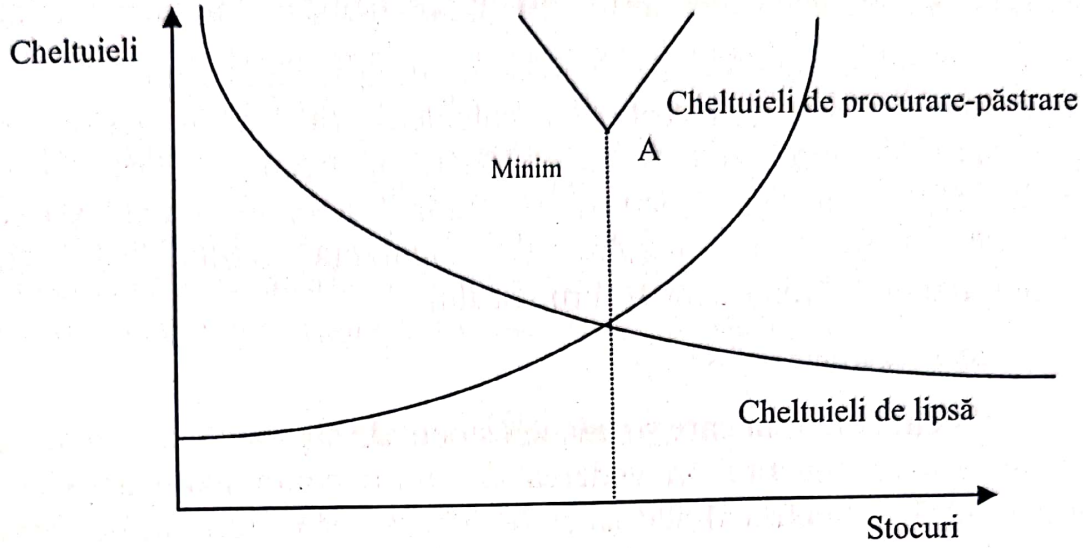


Fig.nr.21. Minimizarea cheltuielilor totale cu luarea în considerare a cheltuielilor „de lipsă"

Mărimea stocului optim se poate calcula folosind relaţia:

$$Stoc\ curent\ optim = r \cdot \frac{c_l}{c_d + c_l}, \text{ unde}$$

c_l sunt cheltuielile *de lipsă* referitoare la întregul lot

Numărul de reaprovizionări (r) se calculează cu ajutorul formulei

$$r = \sqrt{2\frac{C \times c_a}{T \times c_d}} \times \sqrt{\frac{c_d + c_l}{c_l}}$$

Cheltuielile minime totale se stabilesc pe baza relaţiei:

$$Ch.\min. = \sqrt{2xCxTxc_d xc_a} \times \sqrt{c\frac{C}{c_d + c_l}}$$

În literatura de specialitate sunt prezentate şi alte modele de optimizare a stocului curent avându-se în vedere diverse restricţii[1].

Întreprinderile trebuie să constituie pe lângă stocul curent şi alte stocuri care au menirea de a asigura continuitatea consumului impus de desfăşurarea exploatării, atunci când cauze diverse împiedică asigurarea unei aprovizionări ritmice. Între aceste stocuri cel *de siguranţă (de precauţie)* este destinat să prevină consecinţele faptului că furnizorul nu poate să-şi respecte obligaţiile contractuale. Acest stoc reprezintă o sarcină financiară suplimentară pentru

[1] M.Adochiţei – Finanţele întreprinderii, Editura Sylvi, Bucureşti, 2000, p.

Scanned with OKEN Scanner

întreprindere, deoarece impune atragerea în circuit a unui capital în plus. Stocul de siguranță se determină prin înmulțirea consumului mediu zilnic ($\frac{C}{T}$) cu numărul estimat de zile de întârziere al aprovizionărilor în perioada de programare (b). Acest interval (b) se calculează ca o medie statistică ponderată între cantitățile aprovizionate cu întârziere, în trecut, de firmă și intervalele care au depășit intervalul pentru constituirea stocului curent. Aceasta este o cale de stabilire a stocului de siguranță bazată pe extrapolarea comportamentului din trecut al furnizorului.

$$Stoc\ siguranta = \frac{C}{T} \times b$$

Stocul curent la care se adaugă stocul de siguranță, eventual alte stocuri justificate a se constitui în vederea asigurării continuității activității firmei, formează stocul maxim al perioadei de referință, la materii prime și materiale.

Nevoia efectivă de capital este mai mică decât valoarea stocului maxim. Aceasta, deoarece componenta principală a stocului maxim, respectiv stocul curent evoluează de la un nivel maxim (la data aprovizionării) către nivelul zero (în preajma unei noi aprovizionări). Stocul de siguranță trebuie să rămână constant pe întreaga perioadă a exploatării, iar o eventuală reconstituire se face la valoarea lui integrală. Reaprovizionările fiecărui fel de material, din grupul celor nominalizate, se fac la date diferite situație care determină ca nevoia de capital să fie dată de jumătate din suma valorilor stocurilor curente (media dintre nivelul maxim și cel minim) la care se adaugă suma valorilor integrale a stocurilor de siguranță. Prin acest mod de calcul se stabilește necesarul minim de capital pentru grupa materii prime și materiale nominalizate, numit de unii autori *necesar financiar al exploatării* sau *nevoie de fond de rulment*[1] sau *nevoie de fond de rulment net*[2]. Considerăm că noțiunea de *nevoie de fond de rulment net* exprimă mai bine ideea de minim de finanțat sau necesar permanent de resurse. Necesarul permanent de finanțat are o semnificație aparte în contextul acoperirii cu resurse a nevoilor de exploatare, cu respectarea cerințelor echilibrului financiar. Pentru materiile prime și materialele nominalizate, necesarul de fond de rulment net (NFRNn) se determină cu relația:

$$NFRNn = \frac{C \times p}{T}(\frac{a}{2} + b)$$

---

[1] M.Opriţescu – Gestiunea financiară a întreprinderii, Editura Dova, Craiova, 1996, p.151

[2] I.A.Giurgiu – Finanţele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.94

Scanned with OKEN Scanner

Desfăşurarea exploatării în condiţii de echilibru financiar impune ca necesităţile permanente să fie finanţate din resurse permanente, aşa cum nevoile temporare să fie acoperite din resurse obţinute pe termen scurt. Pentru materiile prime şi materialele cu valoare mică şi frecvenţă scăzută în aprovizionare şi care formează grupa *diverse*, necesarul de fond de rulment net (NFRNd) se calculează la nivelul maxim valoric al stocurilor, proporţional faţă de necesarul calculat pentru grupa nominalizate, ţinându-se seama de raportul dintre valoarea aprovizionărilor anuale ale materialelor nominalizate (Vm_n), pe de o parte şi valoarea materialelor diverse (Vm_d), pe de altă parte:

$$NFRNd = \frac{Vm_d}{Vm_n} \times NFRN_n$$

Necesarul total de fond de rulment net (NFRNt) se obţine prin însumarea celor două rezultate:

$$NFRNt = NFRNn + NFRNd$$

Determinarea necesarului de fond de rulment net pentru producţia în curs de fabricaţie

În continuarea desfăşurării exploatării, capitalul trece din starea de valori materiale pentru producţie în starea de producţie în curs de fabricaţie sau neterminată. Capitalurile se imobilizează într-o măsură importantă în această stare. Necesarul de capital imobilizat în stadiul al doilea al exploatării este egal cu totalul cheltuielilor de uzină. Dimensionarea nevoii de fond de rulment net pentru producţia neterminată impune cunoaşterea câtorva particularităţi care marchează acest demers. Astfel:

- având în vedere modul de contabilizare a plasamentelor de capital precum şi a efectuării cheltuielilor de exploatare, imobilizarea capitalului în stadiul fabricaţiei se evaluează numai dacă durata acestei etape este mai mare de o zi;
- imobilizarea capitalului, în această fază, cunoaşte o evoluţie ascendentă începând cu valoarea materiei prime ce trebuie prelucrată, continuând cu suita de cheltuieli de fabricaţie precum salariile, amortizarea, energia etc., până la costul de uzină;

Scanned with OKEN Scanner

- dacă procesul de exploatare este discontinuu, adică un nou proces începe numai după ce precedentul s-a încheiat, atunci necesarul de fond de rulment net este egal cu mărimea capitalului ce urmează a se imobiliza, în acest stadiu. Revenirea capitalului la forma bănească, aptă deci pentru a fi reinvestită, se face doar după predarea la magazie a produselor finite, vânzarea lor şi apoi încasarea contravalorii lor;
- în cazul unor procese desfăşurate în mod continuu, respectiv în firmă au loc concomitent mai multe procese de fabricaţie dar aflate în stadii diferite de evoluţie, deci nivele diferite de cost, atunci necesarul de fond de rulment net, sau imobilizarea globală în fabricaţie, este mai mică decât suma costurilor de exploatare ale tuturor comenzilor apreciate în mod individual.

Acest lucru este posibil urmare a faptului că finalizarea unui ciclu crează premisa recuperării capitalului avansat şi utilizării lui pentru finanţarea ciclului de exploatare aflat în curs de desfăşurare. Legătura între mărimea nevoii de fond de rulment net pentru fabricaţie şi dimensiunea cheltuielilor totale de fabricaţie este dată de coeficientul de corecţie. În cazul precedent, adică al procesului discontinuu, nevoia de fond de rulment net este egală cu totalul cheltuielilor de fabricaţie şi logic coeficientul de corecţie este: egal cu unu. În situaţia procesului de fabricaţie continuă există o inegalitate între nevoia de fond de rulment net (mai mică) şi cheltuielile totale de prelucrare (mai mari) reflectată de un coeficient de corecţie subunitar.

Determinarea nevoii de fond de rulment net pentru producţia neterminată se realizează pe fiecare sortiment cu pondere însemnată în totalul producţiei sau pe grupe de produse omogene, funcţie de următorii factori:

- valoarea cheltuielilor medii zilnice la nivel de cost de uzină;
- durata ciclului de fabricaţie;
- caracterul procesului de producţie;
- evoluţia cheltuielilor de-a lungul procesului de fabricaţie.

Relaţia de calcul a necesarului de fond de rulment net pentru producţia neterminată (NFRNpn):

$$NFRNpn = \frac{P}{T} \times D \times K \text{ , unde}$$

P este producţia prevăzută a se realiza exprimată la cost de uzină,
D este durata procesului de fabricaţie,
K este un coeficient de corecţie

Baza de calcul a necesarului de fond de rulment net pentru producţia nefinită este reprezentată de cheltuielile de fabricaţie medii zilnice $(\frac{P}{T})$. În

Scanned with OKEN Scanner

durata procesului de exploatare se include pe lângă timpul de muncă şi cel datorat întreruperilor obiective. Coeficientul de corecţie ia în considerare atât caracterul procesului de producţie cât şi evoluţia cheltuielilor de prelucrare. În cazul unui proces discontinuu coeficientul are valoarea unitară (K =1), adică imobilizarea capitalurilor este la nivelul costului de uzină înregistrat într-un proces de fabricaţie, multiplicat cu numărul de procese desfăşurate simultan.

Atunci când procesul de producţie desfăşurat în întreprindere este organizat în mod continuu coeficientul de corecţie se calculează în funcţie de varietatea evoluţiilor cheltuielilor de fabricaţie. Situaţiile care presupun modalităţi diferite de calcul a coeficientului de corecţie ar putea fi sintetizate în următoarele:

- cheltuielile de fabricaţie sporesc în mod uniform pe durata procesului de prelucrare, caz în care

$$K = \frac{c + C}{2C}, \text{ unde}$$

c sunt cheltuielile la începutul procesului,
C este costul de uzină al produsului,

Aplicaţie

Să se determine necesarul de fond de rulment net pentru producţia neterminată dacă producţia prevăzută a se realiza (exprimată al cost de uzină) este de 15 miliarde lei, durata ciclului de fabricaţie este de 10 zile, iar cheltuielile la începutul ciclului de fabricaţie au o valoare de 200 milioane lei şi cresc zilnic cu 100 milioane lei.

Rezolvare

Costul de uzină al produsului este:

$$C = c + D \cdot \Delta c = 200 + 10 \cdot 100 = 1200 \text{ milioane lei}$$

Coeficientul de corecţie este egal cu:

$$K = \frac{c + C}{2C} = \frac{200 + 1200}{2 \cdot 1200} = \frac{1400}{2400} = 0{,}58$$

Prin urmare, necesarul de fond de rulment pentru producţia neterminată va fi egal cu:

$$NFRNpn = \frac{P}{T} \times D \times K = \frac{15000}{360} \times 10 \times 0{,}58 = 241{,}66 \text{ milioane lei}$$

- cheltuielile de fabricaţie sporesc neuniform pe întreaga durată a prelucrării;

Scanned with OKEN Scanner

$$K = \frac{c_1 \times s + c_2 \times d_1 + c_3 \times d_1 + ... + c_n \times d_{n-1}}{C \times D}$$, unde

c_1 este media cheltuielilor din prima fază,

c_2, c_3, ... c_n sunt diferenţe ale cheltuielilor medii din fazele $_{3, 4, ... n}$ faţă de mediile cheltuielilor din fazele $_{2, 3, ... n-1}$,

d_1, d_2, ... d_{n-1} reprezintă duratele rămase de la sfârşitul fazelor $_{1, 2, n-1}$ până la terminarea procesului de fabricaţie,

C este costul de uzină,

D este durata totală a procesului de fabricaţie,

Aplicaţie

Să se determine necesarul de fond de rulment net pentru producţia neterminată cunoscându-se că valoarea producţiei programate pentru anul de calcul este de 2 miliarde lei, valoarea materiei prime introduse la începutul ciclului de fabricaţie este de 50 milioane lei, iar ciclul de fabricaţie poate fi împărţit în următoarele cinci faze cu creştere uniformă a cheltuielilor de producţie: prima fază cu o durată de 3 zile, caracterizată printr-o creştere a cheltuielilor cu 20 milioane lei/zi; a doua fază cu durata de o zi în care cheltuielile au crescut cu 30 milioane lei; a treia fază cu durata de o zi în care cheltuielile au crescut cu 25 milioane lei; a patra fază cu o durată de 4 zile, caracterizată printr-o creştere a cheltuielilor cu 40 milioane lei/zi şi a cincea fază cu o durată de 2 zile, caracterizată printr-o creştere a cheltuielilor cu 30 milioane lei/zi.

Rezolvare

Durata totală a procesului de fabricaţie reprezintă suma duratelor celor cinci faze cu creştere uniformă a cheltuielilor, deci D=3+1+1+4+2=11 zile.

În continuare determinăm duratele rămase până la sfârşitul fazelor:

$$d_1 = 11 - 3 = 8 \text{ zile}$$

$$d_2 = 11 - (3 + 1) = 7 \text{ zile}$$

$$d_3 = 11 - (3 + 1 + 1) = 6 \text{ zile}$$

$$d_4 = 11 - (3 + 1 + 1 + 4) = 2 \text{ zile}$$

Cunoscând creşterea zilnică a cheltuielilor în cele 11 zile ale procesului de fabricaţie putem evidenţia mărimea zilnică a acestora:

Scanned with OKEN Scanner

Ziua	Mărimea cheltuielilor (milioane lei)
0	c=50
1	70
2	90
3	110
4	140
5	165
6	205
7	245
8	285
9	325
10	355
11	C=385

Din tabelul de mai sus rezultă că în prima fază media cheltuielilor a fost $c_1 = \frac{50+110}{2} = 80$ *milioane lei , în timp ce în fazele 2,3,4 şi 5 s-au înregistrat următoarele diferenţe ale cheltuielilor medii faţă de fazele anterioare:*

$$c_2 = \frac{110+140}{2} - 80 = 45 \text{ milioane lei}$$

$$c_3 = \frac{140+165}{2} - (80+45) = 27,5 \text{ milioane lei}$$

$$c_4 = \frac{165+325}{2} - (80+45+27,5) = 92,5 \text{ milioane lei}$$

$$c_5 = \frac{325+385}{2} - (80+45+27,5+92,5) = 110 \text{ milioane lei}$$

Coeficientul de corecţie va fie egal cu:

$$K = \frac{c_1 \times D + c_2 \times d_1 + c_3 \times d_1 + ... + c_n \times d_{n-1}}{C \times D} =$$

$$= \frac{80 \times 11 + 45 \times 8 + 27,5 \times 7 + 92,5 \times 6 + 110 \times 2}{385 \times 11} = 0,52$$

Scanned with OKEN Scanner

Prin urmare, necesarul de fond de rulment pentru producţia neterminată va fi egal cu:

$$NFRNpn = \frac{P}{T} \times D \times K = \frac{2000}{360} \times 11 \times 0,52 = 31,83 \text{ milioane lei}$$

- cheltuielile sporesc neuniform iar lansarea producţiei se face pe laturi de fabricaţie

$$K = \frac{c_1 \times s + c_2 d_1 + ... + c_n d_{n-1} - \sum v_i t_i}{C \times s}, \text{ unde}$$

pe lângă notaţiile explicate anterior,

v_i reprezintă valorile produselor livrate la magazie înainte de terminarea întregului lot

t_i sunt numarul de zile din momentul începerii finisării până la încheierea procesului pentru întregul lot,

- materia primă intră în fabricaţie în totalitate la începutul procesului;

$$K = \frac{M + 0,5\sum c_i}{C}$$

unde M este valoarea materiei prime

$\sum c_i$ este suma celorlalte cheltuieli de prelucrare

C este costul de uzină.

Dimensionarea nevoii de fond de rulment net pentru materiale de natura obiectelor de inventar, echipamentului de lucru şi de protecţie

Pentru asigurarea bunei desfăşurări a activităţii de exploatare în întreprindere trebuie să existe şi stocuri de materiale de natura obiectelor de inventar, echipament de lucru şi de protecţie. În cadrul materialelor de natura obiectelor de inventar se includ sculele, dispozitivele şi verificatoarele. Când materialele de natura obiectelor de inventar sunt în magazie, în aşteptarea angajării lor în exploatare, atunci capitalul firmei este imobilizat. Odată cu trecerea în secţiile de producţie capitalul imobilizat în aceste active se recuperează prin trecerea pe costuri şi încasarea contravalorii produselor/serviciilor fabricate. Necesarul de fond de rulment net pentru constituirea stocurilor de materiale de natura obiectelor de inventar, echipamentului de lucru şi protecţie se stabileşte pe trimestre prin metoda balanţieră, funcţie de soldul existent la începutul perioadei (S_i), de valoarea aprovizionărilor cu materiale de natura obiectelor de inventar pe trimestre (A)

Scanned with OKEN Scanner

şi uzura trimestrială a acestora (U):

$$NFRN_{mat.ob.inv.} = S_i + A - U$$

De menţionat că nevoia de fond de rulment net la aceste active dintr-un trimestru, reprezintă soldul iniţial pentru trimestrul următor.

Dimensionarea nevoii de fond de rulment net pentru piese de schimb

Costurile de producţie sunt afectate în mod inevitabil, şi de cheltuielile ce privesc lucrările de întreţinere a mijloacelor fixe, reviziile periodice şi reparaţiile capitale aferente lor. Respectivele lucrări reclamă existenţa unui stoc de piese de schimb. Necesarul de fond de rulment net pentru constituirea acestui stoc se face în mod diferit dacă firma dispune de utilaje fabricate în serie mare sau utilaje unicat. Dacă dispune de ambele feluri de utilaje, atunci nevoia de fond de rulment net este dată de suma nevoilor pentru crearea stocurilor la cele două grupe. În cazul pieselor de schimb destinate utilajelor fabricate în serie mare, nevoia de fond de rulment net se calculează la fel ca în cazul materiilor prime. Pentru piesele de schimb destinate utilajelor unicat, nevoia de fond de rulment net este dată de valoarea pieselor comandate special furnizorilor.

Dimensionarea nevoii de fond de rulment net pentru constituirea stocurilor de produse finite

Pentru ca produsele fabricate să treacă în stadiul circulaţiei este necesar ca acestea să fie pregătite în mod corespunzător. Pentru aceasta, produsele finite trebuie să „staţioneze" în magazie în vederea efectuării unor operaţiuni, de altfel, obligatorii: recepţionarea lor, eventual sortarea, ambalarea, formarea lotului optim, întocmirea documentelor de expediţie, etc. Mărimea capitalului imobilizat în produse finite este dată de totalitatea cheltuielilor efectuate până în acest stadiu al exploatării, adică de costul de producţie sau costul complet al producerii lor ($P_{cp.}$). Perioada imobilizării capitalului este dată de timpul necesar pregătirii pentru livrare a produselor finite (T_{sm}). Nevoia de fond de rulment net pentru constituirea acestor active este dată de relaţia:

$$NFRN_{p.f.} = \frac{P_{cp}}{T} \times T_{sm}$$

Metodele analitice de stabilire a nevoii de capital pentru exploatare presupun ca în final să se calculeze pentru fiecare trimestru un necesar total de fond de rulment net, rezultat din însumarea necesităţilor de capital pentru crearea tuturor elementelor ce compun activele circulante ale respectivei

Scanned with OKEN Scanner

întreprinderi. Metodele analitice impun un mare volum de muncă în aplicarea ei, deoarece presupune determinarea mărimii necesarului de fond de rulment net pe elemente de stocuri şi solduri de materii prime, produse în curs de fabricaţie, produse finite etc. La fiecare element de stoc, calculul analitic se desfăşoară pe fiecare material sau produs nominalizat şi pe fiecare fel de stoc: curent, de siguranţă. Din această cauză se adoptă următoarele modalităţi de simplificare[1]:

- metodele analitice se folosesc numai pentru fundamentarea nevoii de finanţare în situaţii de modificări structurale considerabile ale activităţii întreprinderii: la înfiinţare, la dezvoltare, la fuzionare etc.,
- metodele analitice sunt utile numai pentru determinarea nevoii de finanţare medii anuale a stocurilor, urmând ca pentru stabilirea nevoilor trimestriale de finanţare să se folosească metoda sintetică.

B. În calculele analitice se include şi dimensionarea nevoii de fond de rulment net pe fiecare element component al structurii activelor circulante ale întreprinderii pornind de la proporţionalitatea capitalului circulant şi cifra de afaceri a perioadei de gestiune[2]. Elementele de fundamentare sunt cifra de afaceri previzionată în bugetul întreprinderii şi viteza de rotaţie a fiecărui element al structurii activelor circulante. Relaţia generală de calcul este: $NFRN = \frac{CA_p}{90} \times RC_i$ unde CA_p este cifra de afaceri trimestriala previzionată, iar RC_i sunt ratele cinetice, adică duratele rotaţiei activelor circulante în raport cu cifra de afaceri.

Particularizând pe fiecare categorie de stoc, viteza de rotaţie cinetică se stabileşte astfel pe baza bilanţului şi a contului de rezultate din exerciţiul anterior:

- pentru materii prime şi materiale:

$$R_{cm} = \frac{Soldul\ \ materialelor}{C.A. \times \%m} \times 360\,,$$

- pentru produse în curs:

$$R_{cpn} = \frac{Soldul\ \ productiei\ \ neter\min ate}{C.A. \times (\%M + \frac{\%F}{2})} 360$$

- pentru produse finite:

---

[1] I.Stancu – Finanţe, Editura Economică, Bucureşti, 1996, p.485

[2] I.Stancu – Op.cit., p.489

Scanned with OKEN Scanner

$$Rcpf = \frac{Soldul\ \ clientilor}{CA \times \%C} \times 360$$

unde %m este ponderea consumului de materiale de la terți în cifra de afaceri (cont de rezultate)

%F este ponderea cheltuielilor de fabricație în cifra de afaceri

% C este ponderea costului de producție în cifra de afaceri

7.3.2. Metode sintetice

Metodele sintetice presupun dimensionarea nevoii de capital pentru exploatare urmărindu-se, încă de la început, ideea de a se asigura resurse pentru crearea tuturor activelor circulante necesare desfăşurării activității planificate. În acest sens, metodele sintetice se bazează pe legătura asigurată de viteza de rotație dintre volumul activelor circulante şi volumul activității ce se doreşte a se desfăşura. Această legătură se poate considera ca fiind de o proporționalitate liniară. Metodele sintetice sunt mai puțin exacte decât cele analitice deoarece se sprijină în mod deosebit pe calcule probabilistice. Volumul activității poate fi exprimat fie prin intermediul producției marfă exprimată la cost de producție, fie prin cifra de afacere.

A. Stabilirea nevoii de fond de rulment net prin metoda sintetică pe baza costurilor de producție presupune parcurgerea mai multor etape:

a. se determină viteza de rotație din anul de bază:

$$V_{z0} = \frac{NFRN_0 \times T}{Pm0}, \text{ unde}$$

V_{z0} este viteza de rotație exprimată ca durată în zile a unei rotații din perioada de bază

P_{mz} este producția marfă exprimată la cost de producție din anul de bază,

b. se corectează viteza de rotație din anul de bază cu modificările previzibile în anul de plan referitoare la condițiile de aprovizionare, producție şi desfacere conform relației generale:

$$V_{zc} = V_{z0} \pm \sum \Delta i$$

V_{zc} este viteza de rotație corectată,

$\sum \Delta i$ este suma corecțiilor exprimate în zile.

Corecțiile se pot referi la următoarele posibile situații:

- înlocuirea unor materiale cu altele:

Scanned with OKEN Scanner

$$D_1 = \frac{(N_0 - N_1) \times T}{P_{m0}}$$ unde

N_0 este necesarul de capital pentru procurarea materialului în anul de bază
N_1 este necesarul de capital pentru procurarea materialului în anul de plan
- eliminarea unor stocuri fără mişcare şi de prisos:

$D_2 = \frac{S_{fm} \times T}{P_{m0}}$ unde S_{fm} este valoarea stocului fără mişcare şi de prisos

- modificarea intervalelor de aprovizionare la unul din materialele folosite de firmă:

$D_3 = (i_0 - i_1) \times \%m$ unde i_0 este intervalul pentru constituirea stocului curent din an bază; i_1 este intervalul prevăzut pentru anul de plan pentru crearea stocului curent, %m este ponderea valorii materialului respectiv în valoarea totală a materialelor aprovizionate
- modificarea ciclului de fabricaţie a unui produs:

$D_4 = (d_0 - d_1) \times \%pn$, unde, d_0 este durata de fabricaţie în perioada de bază, d_1 este durata modificată a procesului de fabricaţie, iar %pn reprezintă ponderea cheltuielilor de fabricaţie, la produsul respectiv, în total necesar de capital pentru exploatare.

c. După corectarea vitezei de rotaţie din anul de bază se determină necesarul de fond de rulment net pentru anul de plan conform relaţiei:

$NFRN_a = \frac{Pmpl}{360} \times V_{zc}$, unde P_{mpl} este producţia marfă anuală planificată.

d. În continuare se stabileşte pentru fiecare trimestru a anului de plan necesarul de fond de rulment net funcţie de variaţia producţiei exerciţiului pe trimestre (P_{mtri}) faţă de producţia anuală (P_{ma}):

$$NFRN_{tr.} = \frac{Pmtri}{P_{ma}} \times NFRN_a$$

B. Necesarul de fond de rulment se poate calcula folosind ca indicator de legătură între volumul activelor circulante şi cifra de afaceri, *viteza de rotaţie însă calculată funcţie de cifra de afaceri numită şi rată cinetică*[1]*:*

$R_C = \frac{S_{ac0}}{CA_0} \times 360$,unde $S_{.a.c.}$ este soldul activelor circulante din anul precedent, iar CA_0 este cifra de afaceri din anul de bază. Necesarul trimestrial de fond de rulment net ($NFRN_{tr}$) se stabileşte înmulţind vânzările medii zilnice aferente fiecărui trimestru ($CA_{trpl}/90$) cu rată cinetică anuală:

[1] I.Stancu, Op.cit., p.491

Scanned with OKEN Scanner

$$NFRNtr = \frac{CAtr.pl.}{90} \times R_c$$

Aplicație

O întreprindere a înregistrat la sfârșitul anului curent un sold al activelor circulante de 500 miliarde lei și o cifră de afaceri de 2.000 miliarde lei. Având în vedere o rată de creștere a cifrei de afaceri de 6% în anul următor se cere să se determine durata rotației activelor circulante pe baza cifrei de afaceri și nevoia de finanțare a activelor circulante previzionată pe anul viitor.

Rezolvare

Rata cinetică anuală, exprimând durata rotației activelor circulante este egală cu:

$$R_C = \frac{S_{ac0}}{CA_0} \times 360 = \frac{500}{2.000} \times 360 = 90 \text{ zile}$$

Necesarul de fond de rulment anual va fi:

$$NFRN_{anual} = \frac{CA_{pl}}{360} \times R_c = \frac{1{,}06 \times CA_0}{360} \times R_c = \frac{1{,}06 \times 2.000 \times 90}{360} = 530 \text{ mld. lei}$$

C. Necesarul defond de rulment net poate se poate stabili prin calcule sintetice folosind însă drept coeficient de proporționalitate indicatorul *„active circulante la 1000 lei producție marfă". (A.C./1000).* Acest indicator se determină raportând soldul activelor circulante „curățat" de stocurile de prisos și fără mișcare (S_{ac}) la producția marfă exprimată la costul de producție (P_{cp0}), ambii indicatori calculați cu date din anul de bază:

$$A.C./1000 = \frac{S_{a.c.0}}{P_{cp0}} \times 1000$$

Necesarul de fond de rulment net se calculează în acest caz astfel:

$$N.F.R.N. = \frac{P_{cp.pl.}}{T_{(90,360)}} \times A.C./1000$$

7.4. Evaluarea nevoii de capital pentru grupa „valori realizabile" pe termen scurt

7.4.1. Structura grupei „valori realizabile pe termen scurt"

Scanned with OKEN Scanner

Activele circulante componente ale grupei „valori realizabile pe termen scurt" sunt concretizate în *creanţe* şi în *diverse plasamente pe termen scurt.*

Clienţii reprezintă creanţe ale întreprinderii, rezultate din livrarea de bunuri şi/sau prestarea de servicii, care au o anumită scadenţă de încasare[1]. Dacă se are în vedere termenul de încasare, atunci se poate face o împărţire a clienţilor în două categorii:

- clienţi cu încasare imediată, sau după un număr mic de zile, respectiv de 3-5 zile;
- clienţi cu încasare la termen, adică după o perioadă de timp convenită între firme. Termenele de plată cele mai uzuale sunt de 30, 60 sau 90 de zile, însă por fi convenite şi perioade mai mari, chiar de peste un an.

O altă componentă a valorilor realizabile pe termen „scurt" o reprezintă *plasamentele pe termen scurt. Plasamentele* reprezintă instrumente folosite pentru echilibrarea trezoreriei întreprinderii în eventualitatea previzionării unor excedente. Justificarea acestor plasamente este dată de cerinţele, valorificării excedentelor de trezorerie cu o bună rentabilitate, fiind în acelaşi timp şi uşor transformabile în lichidităţi în caz de nevoie. Aceste două cerinţe sunt relativ contradictorii: un plasament uşor lichd este mai slab remunerat decât un plasament pe termen lung, a cărui valoare este mai greu de recuperat. De asemenea un plasament fără risc este mai slab remunerat decât unul care comportă un anumit risc.

Aceste aspecte determină o anumită atitudine în plasarea capitalului disponibil: o parte să fie plasat cu grad mare de lichiditate, pentru a fi disponibil în orice moment pentru a face faţă unor cheltuieli imediate, o altă parte să fie plasată cu o bună rentabilitate şi cu risc scăzut, iar o altă parte cu rentabilitate, dar şi cu risc ridicat.

7.4.2. Creanţele întreprinderii. Factori de optimizare a creditului – clienţi

Creanţele întreprinderii reflectă sumele pe care aceasta urmează să le încaseze de la clienţii ei, pentru mărfurile livrate şi/sau serviciile prestate.

Privite în ansamblu, relaţiile firmei cu partenerii săi, pe linia promovării livrărilor cu plata ulterioară, sunt mult mai complexe, decât cele care privesc doar relaţiile cu clienţii. Complexitatea acestor relaţii se reflectă în conţinutul

---

[1] Stancu I. – Finaţe, Editura Economică, Bucureşti, 2002, p.987

Scanned with OKEN Scanner

creditelor comerciale pe care o întreprindere le gestionează. În practică, sunt două grupe de credite comerciale: credite-vânzător şi credite cumpărător.[1]

Creditele-vânzător reprezintă vânzările de mărfuri pe credit. Întreprinderea poate apare în acest context în două ipostaze şi anume:

- cea *de împrumutat* prin primirea de la parteneri de credite-furnizori, pentru bunuri primite şi
- cea *de împrumutător*, prin oferirea către parteneri de credite-clienţi, pentru bunuri livrate şi/sau servicii prestate.

Creditele cumpărător reflectă plăţile în avans făcute în cazul achiziţiei de bunuri şi/sau servicii. Şi în acest caz, întreprinderea poate fi atât *beneficiară a avansurilor* plătite de către clientii săi pentru produsele pe care urmează să le livreze, cât şi *plătitor de avansuri* către furnizorii săi pentru bunurile care vor fi primite în perioadele viitoare.

Dacă avem în vedere modul în care creditele comerciale influenţează necesarul de finanţat a exploatării, atunci putem separa, pe de o parte, creditele-clienţi şi avansurile către furnizori care reprezintă pentru o firmă o imobilizare de capitaluri şi se reflectă ca o nevoie de finanţare, pe de altă parte, creditele-furnizori şi avansurile primite de la clienţi care înseamnă o mobilizare de resurse de finanţare, ce aparţin partenerilor, în favoarea întreprinderii şi care au ca efect o minorare a nevoii de finanţare.

În parte aceasta se tratează, cu deosebire, problematica determinării nivelului optim al creditului-clienţi.

Mărimea creditului-clienţi are efecte contradictorii pentru întreprindere. Pe de o parte, acordarea permisiunii pentru plata ulterioară a livrărilor de mărfuri sau prestărilor de servicii, lipseşte întreprinderea de o parte a resurselor sale, fapt ce o determină să apeleze la alte capitaluri, de regulă împrumutate, care majorează costul capitalului. Pe de altă parte, practicarea creditului acordat clienţilor va degaja o rentabilitate suplimentară, urmare a creşterii vânzărilor, deci a cifrei de afaceri datorită acestor avantaje oferite clienţilor. În acest fel, creditul-clienti apare ca o veritabilă investiţie, a cărei mărime poate fi exprimată cu ajutorul relaţiei:[2]

$$\text{Credite clienti} = \frac{\text{Cifra de afaceri x Durata de acordarea creditului - clienti}}{360}$$

---

[1] Stancu I. – Op.cit, p.988

[2] Stancu I. – Finanţe, Editura Economică, Bucureşti, 2002, pg.989

Scanned with OKEN Scanner

Optimizarea mărimii creditului-clienti impune armonizarea evoluţiilor factorilor favorabili întreprinderii, cu cei nefavorabili. Astfel, sporirea duratei acestui credit atrage cu sine creşterea volumului producţiei vândute la aceeaşi clienti sau la alţi clienţi, interesaţi în prelungirea termenului de plată. În acelaşi timp, creşterea producţiei, determină o sporire a cheltuielilor variabile de exploatare, dar şi a costului capitalului suplimentar angajat de firmă.

În grupa factorilor nefavorabili întreprinderii, mai putem adăuga şi cel care vizează sporirea riscului de neâncasare a creanţelor, urmare atât a prelungiri duratei cât şi a mărimii creditului clienţi datorită faptului că aceştia pot deveni mai uşor insolvabili, având datorii mai mari de achitat.

Mărimea optimă a creditului-clienţi este dată de nivelul cel mai ridicat al profitului marginal net, posibil de obţinut, calculat ca diferenţă între rentabilitatea vânzărilor suplimentare şi costul (de producţie şi a capitalului) creşterii creditelor-clienti precum şi a riscului de insolvabilitate al clienţilor.

Nevoia de capital rezultată din optimizarea mărimii „creditului-clienţi" se va adăuga la nevoia de fond de rulment net aferentă „valorilor de exploatare".

7.4.3. Titlurile de plasament

Cerinţa folosirii eficiente a capitalurilor întreprinderii impune ca aceasta să „circule" prin cele trei stadii ale exploatării, deoarece numai aşa se crează surplusul de valoare de care aceasta are absolută nevoie, pentru a onora costul capitalurilor angajate şi a efectua investiţiile cerute de evoluţia firmei. Orice imobilizare în stadiile ciclului economic are drept consecinţa înregistrarea de către întreprindere a unor pierderi, urmare a faptului că pe tot parcursul „staţionării" capitalului, costul său continuă să sporească, fără ca firma să obţină şi un câştig.

Pentru a se evita o asemenea situaţie, capitalul aflat sub formă băneasca, temporar disponibil, trebuie valorificat. Titlurile de plasament sunt forme de valorificare ale disponibilităţilor băneşti, pe o perioadă relativ scurtă, prin cicluri financiare autonome faţă de ciclul de exploatare, care le-a creat. Ele se concretizează prin luarea unor participaţii la o afacere. Titlurile de plasament trebuiesc astfel selectate încât să ofere, pe de o parte, câştigurile cele mai mari posibile în condiţii de siguranţă, iar pe de altă parte să creeze şansa revenirii lor la forma lichidă cât mai repede, pentru a asigura desfăşurarea fluxurilor reale cărora le sunt ataşate.

Pentru plasarea capitalurilor, temporar disponibile, există mai multe

Scanned with OKEN Scanner

soluții, fiecare comportând avantaje și dezavantaje față de cerintele menționate mai sus[1]. Astfel, capitalul plasat în active imobiliare are avantajul siguranței și al veniturilor consistente, sub formă de chirii, dar prezintă dezavantajul lichidității scăzute. În schimb, plasamentele în valori mobiliare, prin intermediul bursei, au avantaje certe, deoarece aduc câștiguri sub forma dividendelor, cupoanelor, sau dobânzilor și în plus se pot vinde relativ ușor, creind operativ lichiditatea de care poate avea nevoie firma, la o anumită dată, însă comportă un risc de pierdere, care poate fi substanțial. Plasamentele la casele de economii prezintă avantajul siguranței și lichidității, însă remunerarea capitalurilor este, în general, scăzută.

Privite în perspectiva trezoreriei, plasamentele apar ca instrumente ale echilibrării în cazul unei trezorerii excedentare, așa cum creditele reprezintă instrumentele de echilibrare în cazul uniui deficit.

Optimizarea plasamentelor pe termen scurt se realizează prin armonizarea modalităților prin care se rezolvă următoarele cerințe:

- obținerea celei mai bune *rentabilități* la plasamentele alese, prin luarea în considerare, inclusiv a incidentei fiscale;
- asigurarea unui nivel ridicat de *lichiditate* plasamentelor, în sensul că ele să fie ușor transformabile în bani;
- să prezinte cel mai scăzut *risc* posibil: de nerealizare a câștigurilor, sau chiar de nerecuperare a capitalului plasat.

Lichiditatea este relativ contradictorie cu rentabilitatea, așa cum s-a mai arătat, în sensul că un plasament în orice moment disponibil, va fi, în general, mai slab remunerat decât un plasament pe termen lung a cărui valoare este mai greu de recuperat. De asemenea, un plasament fără risc va fi slab remunerat, decât unul care comportă un risc de pierdere: spe exemplu, acțiunile pot aduce dividende mai mari decât dobânzile acordate de o casă de economii, dar acțiunile pot înregistra un curs scăzut la bursă atunci când deținătorul să-și recupereze capitalul și-i poate provoca pierderi substantiale, în timp cei de la casa de economii plasamentul se recuperează integral.

În general, un întreprinzător își plasează capitalul disponibil într-un mod diversificat: o parte în plasament cu lichiditate ridicată, iar o parte în plasamente cu rentabilitate optimă, iar o a treia parte cu câștiguri mari dar și riscuri pe măsură.

Scanned with OKEN Scanner

7.5. Evaluarea nevoilor de disponibilităţi băneşti

Prezenţa capitalurilor sub forma bănească este absolut obligatorie în derularea ciclurilor financiare. Ea reprezintă forma de început şi de final a oricărui ciclu financiar. Mijloacele băneşti asigură măsurarea rezultatelor şi a efortului întreprinderii, face posibilă reconstituirea fizică a factorilor de producţie, datorită rolului esenţial în derularea activităţii întreprinderii, prezenţa mijloacelor băneşti face obiectul unor preocupări aparte, în cadrul gestiunii financiare, concretizate în gestiunea trezoreriei firmei.

Prin plăţile efectuate se asigură, în plan practic, continuitatea activităţii întreprinderii, iar în plan teoretic, manifestarea universului financiar al firmei.

Nevoia de mijloace băneşti exprimă dimensiunea capitalului aflat sub formă lichidă, care trebuie la un moment dat, să existe la dispoziţia întreprinderii. Mărimea acestor disponibilităţi este dată de dimensiunea valorică a datoriilor întreprinderii faţă de partenerii ei. Existenţa unui surplus de mijloace vbăneşti peste nevoile menţionate, mai sus, crează un prisos care, dacă nu este plasat, poate însemna o imobilizare aducătoare de pierderi pentru întreprindere.

În întreprinderi pot fi şi situaţii în care mijloacele băneşti existente depăşesc nevoile curente de plăţi şi nici nu sunt plasate în diverse titluri financiare, fiind păstrate deci, în forma în care se află. Această situaţie este justificată de faptul că firma trebuie să facă plăţi importante în perioadele următoare şi nu mai există şansa unor încasări viitoare, până la datele programate ale respectivelor investiţii.

---

[1] Toma M., Alexandru F. – Finanţe şi gestiune financiară de întreprindere, Editura Economică, Bucureşti, 1998, p.238

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 8. FINANȚAREA ACTIVELOR CIRCULANTE

8.1. Stabilirea nevoii de fond de rulment. Pasivele stabile

Dimensionarea nevoilor de capital pentru crearea stocurilor de valori materiale pentru exploatarea (NFRN) reprezintă o etapă foarte importantă în calcularea capitalului circulant necesar firmei. Desfăşurarea normală a activităţii impune însă ca necesarul de capital să ia în considerare nu doar plasamentele în stocuri ci şi în alte elemente de active circulante.

Astfel, pe de o parte capitalul circulant mai poate fi imobilizat şi în creanţe faţă de terţi, evidenţiate de soldul facturilor emise şi neîncasate sau diverse alte efecte comerciale, de primit, acceptate de întreprindere. În cadrul imobilizărilor de capital se includ şi debitele care provin din sumele neîncasate pentru echipamentul de lucru dat salariaţilor şi pe care acestea îl achită în rate, precum şi sumele ce reflectă decontări nefinalizate cu bugetul statului ca taxa pe valoarea adăugată deductibilă, înregistrată în facturile de aprovizionare cu materii prime.

Pe de altă parte, o serie de relaţii ale întreprinderii cu partenerii săi, semnifică în procesul de utilizare a capitalului o mobilizare. Această mobilizare de capitaluri se referă la pasivele de exploatare, numite şi pasive stabile, care se prezintă ca datorii minime permanente ale firmei către terţi, concretizaţi în: proprii angajaţi, bugetul statului, furnizori, instituţii financiare. Aceste pasive apar datorită decalajului creat în timp între două momente: primul priveşte naşterea datoriilor faţă de terţi, iar cel de al doilea este momentul achitării acestora. Stingerea datoriilor la o dată ulterioară creării lor este urmarea, fie a unor înţelegeri convenite prin contracte sau convenţii încheiate cu partenerii, fie a unor prevederi exprese în acte normative, ce privesc modalităţile de decontare.

Termenele de plată ale obligaţiilor către parteneri pot fi grupate după modul apariţiei lor ca: *aleatorii sau constante*. Obligaţiile de plată care au termene *întâmplătoare* se caracterizează prin faptul că nu se pot stabili date calendaristice precise de stingere a datoriei şi nici o perioadă precisă de consumare a resurselor aferente. Acest fapt face necesară calcularea pasivului stabil pe fiecare obligaţie în parte iar acest calcul efectuat pe fiecare trimestru. În acest mod se determină pasivele stabile care provin din datorii faţă de

Scanned with OKEN Scanner

furnizorii pentru aprovizionări cu valori materiale fără credit comercial; din preliminări pentru plăți viitoare precum contravaloarea reparațiilor capitale; din sumele ce vizează indemnizațiile de concedii de odihnă la întreprinderile cu producție sezonieră; din preliminările în costuri a resurselor pentru efectuarea reparațiilor la bunurile de folosință îndelungată aflate în perioada de garanție în contul furnizorilor.

Astfel în cazul datoriilor față de furnizorii pentru aprovizionări cu valori materiale, pasivele stabile se determină prin ponderarea valorii trimestriale a aprovizionărilor (A.tr.) cu numărul mediu de zile de întârziere a plăților ($\overline{dz}$):

$$P_s tr. = \frac{A.tr.}{90} \times \overline{dz}$$

Numărul mediu de zile de întârziere a plăților se calculează ca o medie statistică ponderată între valoarea aprovizionărilor realizate într-un trimestru (V_a) şi diferența, constatată la fiecare aprovizionare, între data recepției şi data aprovizionării: $\overline{dz} = \frac{\sum V_a \times \Delta z}{\sum V_a}$

După o relație de calcul asemănătoare se determină pasivele în cazul indemnizațiilor pentru concedii de odihnă, adică prin înmulțirea fondului de salarii trimestrial (F_S.tr.) cu numărul minim de zile din anul de bază pentru care s-au preliminat sume de plată a concediilor de odihnă (z_0): $P_s tr. = \frac{F_s tr.}{90} \times z_0$

Numărul minim de zile „z_0" se calculează prin raportarea soldului minim lunar al preliminărilor pentru plata concediilor de odihnă din anul de bază ($Pl.min_0$) la fondul de salarii plătit în anul de bază (Fs_0):

$$z_0 = \frac{Pl.\min_0 \times 360}{Fs_0}$$

Pasivele stabile din preliminările pentru repararea unor bunuri aflate în garanția furnizorilor sunt tipice numai pentru acele firme care percep o garanție înainte de efectuarea livrărilor (cazul întreprinderilor de distribuire a energiei electrice, gazelor naturale sau energie termică) sau de firmele care se angajează să efectueze reparațiile la bunurile de folosință îndelungată în perioada de garanție. În cazul primelor firme, clientul depune garanția la furnizor, în timp ce la cel de al doilea tip, cel care depune garanția la firma care se angajează să efectueze reparațiile, este furnizorul bunului.

Pasivul stabil pentru fiecare trimestru al anului următor, la firma la care se constituie fondul de garanții se determină în funcție de soldul de garanții

Scanned with OKEN Scanner

minim din anul anterior şi de variaţia bazei de calcul în anul următor. Relaţiile de calcul sunt următoarele:

$$P_S = \frac{Gr. \times t_0}{90}, \text{ unde}$$

Gr. reprezintă garanţia ce urmează a se primi de la furnizori,
t_0 este numărul minim de zile din anul de bază pentru care s-au primit garanţii de la furnizori pentru lucrări de reparaţii efectuate la bunurile livrate. Acesta se calculează astfel:

$$t_0 = \frac{S\min. \times 360}{G_0}, \text{ unde Smin. este soldul minim lunar al garanţiilor}$$

primite pentru efectuarea reparaţiilor, iar G_0 este valoarea garanţiilor totale primite în anul de bază.

În cazul pasivelor stabile ce apar ca urmare a preliminărilor pentru constituirea resurselor necesare acoperirii cheltuielilor cu reparaţii capitale se stabilesc într-un mod diferit faţa de situaţiile precedente. Relaţia generală de calcul poate fi considerată ca fiind următoarea[1]:

$$Ps_K = R_{K-1} + \sum_{i=1}^{3} (P_i - C_i), \text{ unde}$$

K ia valori conform numărului trimestrului pentru care se face calculul
R_{K-1} sunt preliminările în costuri existente la finele trimestrului anterior,
P_i este suma lunară preliminată în costuri, egală pe tot parcursul anului
C_i este cheltuiala lunară programată pentru lucrările de reparaţii capitale.

Pasivele stabile provin şi din obligaţii cu termene de plată constante, stabilite prin acte normative sau contracte. În mod concret, aceste pasive stabile se creează în urma plăţii salariilor, asigurărilor şi protecţiei sociale aferente, a impozitului pe profit, a taxei pe valoarea adăugată colectată în facturile de expediere a produselor, a contravalorii unor consumuri precum cele de energie electrică, apă, gaze naturale, etc. În acest caz, calculul pasivelor stabile se realizează după metoda soldurilor zilnice. Această metodă presupune parcurgerea mai multor etape:

a) se alege trimestrul cu activitatea cea mai redusă, deoarece acesta presupune şi angajarea de datorii către terţi la nivelul cel mai scăzut, comparativ cu celelalte trimestre ale anului, iar în cadrul acestuia, luna cu cea mai redusă activitate;

---

[1] M.Opriţescu – Op.cit., p.194

Scanned with OKEN Scanner

b) se determină pentru fiecare obligație de plată, cota medie zilnică ($\overline{C_z}$) prin raportarea sumei trimestriale de plată (Str.) la numărul de zile din trimestru:

$$\overline{C_z} = \frac{Str.}{90}$$

c) se stabileşte pentru fiecare obligație, rezerva acumulată până la începutul primei zile din lună, prin înmulțirea cotei medii zilnice cu numărul de zile de acumulări;

d) se calculează pentru fiecare obligație de plată soldul zilnic, scăzându-se din acumulările din fiecare zi plățile scadente;

e) se adună soldurile zilnice aferente fiecărei obligații de plată, stabilindu-se astfel pasivele stabile zilnice din luna cu cea mai scăzută activitate din an;

f) se alege dintre pasivele stabile zilnice, cel mai mic acesta fiind pasivul stabil anual.

În continuare se poate stabili nevoia de fond de rulment pentru exploatare (NFRE) ca diferență între activele de exploatare (A ex.) şi pasivele de exploatare (P ex.) calculate pe fiecare trimestru ca rezultat al însumării celor două metode directe şi a soldurilor medii zilnice: NFRE = Aex. – Pex.

În cadrul activelor de exploatare se includ plasamentele de capitaluri în *stocuri* de:materii prime, producție neterminată, produse finite, materiale de natura obiectelor de inventar, piese de schimb (NFRN), apoi *creanțe* față de terți: creditul comercial acordat clienților şi taxa pe valoarea adăugată deductibilă.

În pasivele de exploatare se includ obligațiile către furnizori, salariați, buget, adică datoriile minime permanente sau pasivele stabile. Având în vedere elementele componente relația mai poate fi scrisă şi astfel:

NFRE = NFRN (Stocuri) + Creanțe – Pasive de exploatare

La necesarul de fond de rulment pentru exploatare trebuie adăugat necesarul de fond de rulment pentru activități financiare sau din afara exploatării (NFRF) obținându-se astfel nevoia de fond de rulment globală (NFRG): NFRG = NFRE + NFRF

8.2. Fondul de rulment

Activitatea de exploatare a întreprinderii este finanțată din:

- resurse interne concretizate în fondul de rulment propriu, sume repartizate din profitul net pentru completarea resurselor proprii aferente exploatării, sume repartizate din profitul întreprinderii pentru plata

Scanned with OKEN Scanner

dividendelor doar pe perioada de la constituirea acestor sume până la plata obligațiilor respective;

- resurse externe formate din împrumuturi bancare pe termen scurt, avansuri băneşti primite de la clienţi, credite pe bonuri de trezorerie sau bonuri de casă.

Pentru utilizarea activelor imobilizate, firma trebuie să dispună în mod obligatoriu de anumite active circulante respectiv de stocuri de valori materiale, specifice domeniului de activitate, care trebuie să existe pe toată durata folosirii activelor circulante, fiind necesară din această cauză, reînnoirea lor frecventă. Ca atare, acea parte a capitalului permanent care rămâne după constituirea activelor imobilizate poate fi utilizată pentru crearea părții stabile a activelor circulante adică pentru crearea valorilor de exploatare. În concluzie, investitorul trebuie să-şi calculeze de la început o nevoie de capital permanent care să-i asigure nu doar constituirea activelor imobilizate ci şi a părții stabile a activelor circulante respectiv a valorilor de exploatare[1]. Această diferență de resurse stabile se numeşte *fond de rulment*. Deci, fondul de rulment poate fi definit ca partea din capitalul permanent utilizată pentru finanțarea activelor circulante:

Fond de rulment = Capitaluri permanente – Active imobilizate

Cu ajutorul acestei relații de calcul se evidențiază dimensiunea efectivă a fondului de rulment aflat în circuitul exploatării. Fondul de rulment mai poate fi determinat cu ajutorul altei relații:

Fondul de rulment = Active circulante – Datorii pe termen scurt

Deşi această relație este considerată de unii autori ca fiind o a doua cale de a ajunge la acelaşi rezultat, totuşi considerăm că semnificația ei este diferită decât în cazul primului mod de calcul. Astfel, termenii ce fac parte din a doua relație de calcul sunt exprimați ca mărimi previzionate şi nu date certe luate din bilanț, ca în cazul primei formule:

- mărimea activelor circulante este stabilită cu ajutorul unor metode în care subiectivismul programatorului determină un necesar de capital pentru exploatare cu o oarecare marjă de eroare;
- al doilea termen al relației exprimă datoriile pe termen scurt ce pot fi contractate în condiții convenabile de cost.

În concluzie, în cel de al doilea caz fondul de rulment apare mai mult ca un necesar şi nu ca o realitate aflată deja în circuitul economic al firmei. Viabilitatea primei relații de calcul este susținută şi de ideea că mişcările din

[1] Giurgiu I.A. – Finanțele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.33

Scanned with OKEN Scanner

partea superioară a bilanțului (mărimea capitalului propriu, investițiile făcute de firmă etc.) determină consecințe în partea inferioară a bilanțului (necesarul de active circulante pentru folosirea rațională a activelor imobilizate, precum și mărimea resurselor pe termen scurt).

Unii autori tratează fondul de rulment (F.R.) ca fiind compus din fond de rulment propriu (F.R.p.) și fond de rulment străin (F.R.s.)[1].
F.R. = F.R.p. + F.R.s.; unde fondul de rulment propriu (F.R.p.) este excedentul de capitaluri proprii față de imobilizările nete, excedent determinat după repartiția profitului: F.R.p. = Cp – A_1, fondul de rulment străin rezultă ca diferență între capitalul permanent și cel propriu: F.R.s. = $C_{perm} - C_{propriu}$ sau ca diferență între fondul de rulment și fondul de rulment propriu: F.R.s. = F.R. - F.R.p. Mărimea pozitivă a F.R.s. indică folosirea împrumuturilor pe termen mijlociu și lung. F.R.p. cât și F.R.s. pot lua și valori negative. În acest caz, se evidențiază măsura îndatorării pe termen scurt pentru nevoi de finanțare pe termen lung, respectiv gradul de dependență al activității de investiții față de activitatea de exploatare.

Noțiunea de nevoie în fond de rulment este legată de problemele puse de acoperirea necesităților de finanțare ale exploatării. Caracteristic acestei nevoi este faptul că aceasta este instabilă, fluctuantă și supusă schimbărilor conjuncturale. Modalitățile finanțării sale influențează condițiile menținerii echilibrului financiar al întreprinderii. Definirea necesarului de finanțat ca o nevoie în fond de rulment ar fi justificată dacă în acoperirea financiară s-ar utiliza numai capitaluri permanente, indiferent dacă acestea se obțin prin contribuții interne sau externe.

Se asimilează astfel nevoia în fond de rulment cu nevoia de finanțare a exploatării. De aici, concluzia că diferența dintre activele circulante și datoriile pe termen scurt este egală cu fondul de rulment. Această stare de echilibru este valabilă doar pentru un moment dat, deoarece în perioada următoare ea se modifică.

Asimilarea noțiunii de nevoie în fond de rulment cu nevoia de finanțare este frecventă în analiza financiară. Această eroare de terminologie nu este gravă și este fără consecințe, deoarece se știe că aceste nevoi în fond de rulment nu vor fi acoperite de către fondul de rulment, decât în situații particulare.

Fondul de rulment, deși este numit ca atare, nu apare în mod distinct în pasivul bilanțului. El se obține ca mărime, folosind informațiile din bilant și

---

[1] Neagoe I. – Finanțele întreprinderii, Editura Ankarom, Iași, 1997, p.256

Scanned with OKEN Scanner

reprezintă un "senzor", un indicator, prin care se apreciază situaţia financiară a întreprinderii la un moment dat, starea ei de echilibru.

După unii autori francezi el semnifică o marjă de siguranţă pentru gestiunea financiară a întreprinderii, pe seama acestuia urmând să se facă faţă obligaţiilor scadente în situaţiile în care în derularea activităţii fluxurile sale se scurtcircuitează şi intervin factori nedoriţi cum ar fi: neonorarea unor obligaţii de către unii clienţi ai întreprinderii, goluri în aprovizionare, stagnarea stocurilor în fabricaţie, nelivrări la termen, neobţinerea la timp a unor credite comerciale ori împrumuturi, fenomene social-politice negative etc., dar, şi o ilustrare a felului în care se realizează finanţarea nevoilor de exploatare pe seama capitalului permanent al întreprinderii.

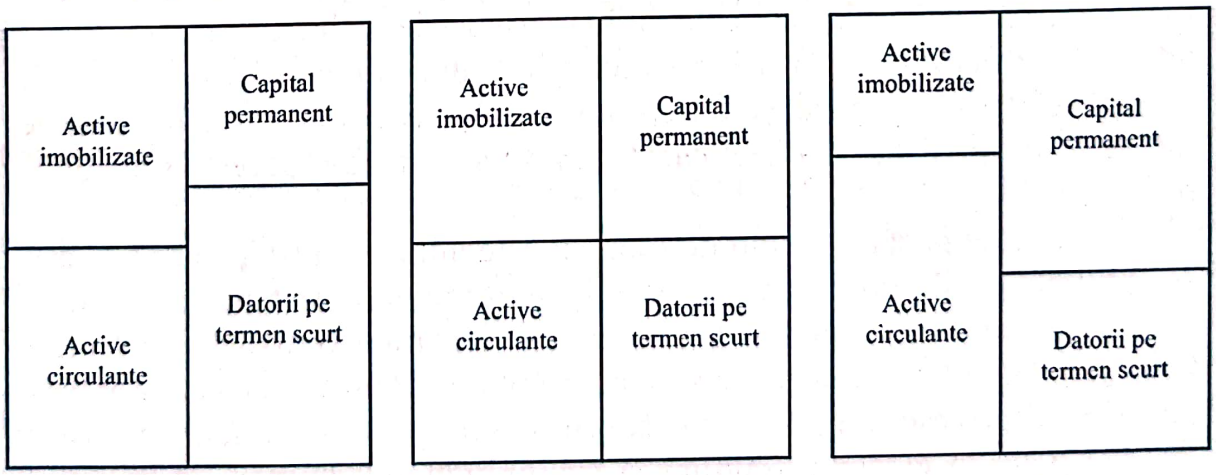
În privinţa mărimii fondului de rulment net pot exista trei ipostaze, fiecare dintre ele având semnificaţii precise din punctul de vedere al finanţării activităţii întreprinderii şi a înfăptuirii echilibrului ei financiar, şi anume[1]:

a) fondul de rulment este o mărime negativă (F.R. < 0)

b) fondul de rulment este egal cu zero (F.R. = 0)

c) fondul de rulment este o mărime pozitivă (F.R. > 0)

Dacă fondul de rulment este o mărime negativă (caz a) atunci utilizarea datoriilor pe termen scurt (D.T.S.) în finanţarea activităţii de exploatare devine permanentă, de unde şi gradul mult mai ridicat de exigibilitate a surselor de finanţare (fig.nr.22).



a) F.R. < 0 b) F.R. = 0 c) F.R. > 0

Fig. nr.22. Ipostaze ale fondului de rulment

[1] Trenca I. – Managementul financiar al întreprinderii, Editura Mesagerul, Cluj-Napoca, 1997, p.89.

Scanned with OKEN Scanner

Existența unui grad scăzut de lichiditate este, provocat de creşterea ponderii activelor imobilizate în totalul plasamentelor financiare. În aceste condiții, lesne se poate întrevedea că întreprinderea nu face față cererilor creditorilor săi de a-şi onora la termen obligațiile, decât în situația în care, fie că procedează la lichidarea unor active imobilizate (terenuri, clădiri, participațiuni, alte valori mobiliare) - ceea ce însemna compromiterea existenței sale - fie că încercă să obțină o amânare la plată, sau noi împrumuturi pentru a face față acestor plăți, dar cu scadență mai îndepărtată.

Fenomenul pune în evidență faptul că echilibrul financiar al întreprinderii este periclitat, chiar compromis. În general, se consideră că o întreprindere productivă nu trebuie să se găsească într-o astfel de situație, întrucât pot interveni fenomene imprevizibile care pot conduce la dezechilibru financiar, şi deci la imposibilitatea ca aceasta să-şi onoreze obligațiile devenite scadente, cum sunt: falimentul unor clienți, crahul unor bănci, dispariţiile unor persoane debitoare, incendii, inundații etc.). Din prudență, pentru a se evita astfel de situații delicate şi nedorite este necesar ca întreprinderea să dispună, într-o anumită proporție, de active circulante pe care să le poată transforma cât se poate de rapid în lichidități, înainte ca datoriile să devină scadente. În acest fel se evită blocajele în circuitul financiar şi se crează posibilitatea restabilirii urgente a echilibrului său financiar.

Prin excepție, fondul de rulment negativ poate fi înregistrat în cazul acelor întreprinderi, care prin profilul activității lor lichidează şi reînnoiesc foarte repede stocurile, cum ar fi întreprinderile comerciale, sau cele care lucrează pe bază de avansuri şi garanții, precum întreprinderile furnizoare de energie electrică şi gaze şi întreprinderi care, beneficiază şi de o serie de facilități în privința plăților către furnizorii lor (au acces la creditul de furnizor).

În situația când fondul de rulment este nul (cazul b), pentru a-şi asigura şi menține echilibrul financiar, atenția întreprinderii trebuie concentrată cu precădere spre menținerea posibilităților de transformare a activelor în lichidități la termenele dorite şi spre confruntarea permanentă a acestor termene cu cele ce privesc exigibilitatea datoriilor sale pe termen scurt. O astfel de situație pune în evidență fragilitatea echilibrului financiar al întreprinderii, o consistență discutabilă a acestuia, ceea ce poate conduce la suspiciuni din partea partenerilor de afaceri şi implicit la diminuarea credibilității firmei pe piață.

Dacă fondul de rulment net este pozitiv (cazul c) înseamnă că întreprinderea dispune, în ceea ce priveşte echilibrul său financiar, de acea marjă de siguranță necesară funcționării ei cotidiene. Existența fondului de

Scanned with OKEN Scanner

rulment (capital permanent > active imobilizate) îi permite acesteia să-şi asigure un nivel minim, dar sigur pentru acele active circulante, a căror permanenţă este absolut necesară pentru buna ei funcţionare: stocuri pentru exploatare maxime, stocuri realizabile pe termen scurt minime, precum şi disponibilităţi în cont şi în casă minime. Astfel de elemente ale activelor circulante, finanţate pe seama capitalului permanent, sunt numite în practica firmelor - stocuri utile. Fondul de rulment pozitiv, într-o proporţie redusă, nu este însă suficient pentru a crea în perioada imediat următoare siguranţa derulării normale a activităţii financiare. Dacă aceasta nu este dublată de măsuri care să elimine fenomenul încetinirii vitezei de rotaţie a capitalului circulant, să înlăture cauzele care conduc spre o lichiditate necorespunzătoare, la unele active circulante, atunci nu se pot întrevedea posibilităţi ca întreprinderea să evite pe deplin, în perioadele imediat următoare, perturbaţiile ce pot apare în funcţionarea ei cotidiană.

Analiza sistematică a fondului de rulment este o necesitate în contextul preocupărilor pe care managementul financiar le are în privinta asigurării menţinerii echilibrului financiar. Pentru aceasta devine o condiţie sine qua non constituirea, alocarea şi folosirea eficientă a activelor circulante ale întreprinderii. De altfel, în practica firmelor problematica echilibrului financiar şi deci şi a fondului de rulment, este asociată finanţării activităţii curente a întreprinderii şi nu a investiţiilor în active fixe ale acestuia. De unde se confirmă încă o dată adevărul că în economia de piaţă nu lipsa de solvabilitate aduce întreprinderilor spectrul falimentului, cât lipsa de lichiditate, respectiv de capacitate de plată, întrucât obligaţiile pe termen scurt sunt mult mai presante pentru management decât cele pe termen mediu şi lung. Regula de bază folosită în proiectarea echilibrului financiar, este ca totalul plasamentelor în active circulante să fie realizate, atât pe seama excedentelor pe care capitalul permanent îl are faţă de activele imobilizate, cât şi pe seama datoriilor pe termen scurt, adică: $A_c = F.R. + D.T.S.$

Astfel spus, nevoia de capital circulant se acoperă atât pe seama datoriilor pe termen scurt, cât şi a fondului de rulment, respectiv a acelei părţi din capitalul permanent care excede asupra activelor imobilizate ale întreprinderii. O astfel de rezolvare în finanţare îşi lasă amprenta, aşa cum este şi firesc, asupra modului concret de înfăptuire a echilibrului financiar, dar şi asupra consistenţei acestuia. Tot de aici desprindem ideea că echilibrul financiar prezintă un caracter extrem de dinamic, generat, la rândul său, de natura şi comportamentul nevoii de capital circulant, pe de o parte, de natura şi comportamentul surselor adecvate finanţării acestei nevoi, pe de altă parte. Prin

Scanned with OKEN Scanner

modificările ce pot fi aduse elementelor ce compun relaţia prezentată mai sus, rezultă nevoia de fond de rulment:

$F.R. = A_c - D.T.S.$

Adică, din variaţia termenilor din partea dreaptă a egalităţii se poate obţine un sold care face ca nivelul fondului de rulment să fie diferit de cel iniţial. Deci nevoia de fond de rulment înregistrează:

a) o creştere de la o perioadă la alta având:

Δ F.R = ΔAc – ΔD.T.S.> 0

b) o scădere de la o perioadă la alta când:

$\Delta F.R. = \Delta Ac - \Delta D.T.S. < 0$

c) un nivel constant de la o perioadă la alta, când:

Δ F.R.= ΔAc – ΔD.T.S.= 0

Pentru a obţine un astfel de rezultat este necesar să se determine mărimile de calcul, atât pentru perioada de bază, cât şi pentru cea curentă de gestiune iar apoi să se compare între ele. Esenţial rămâne faptul că un astfel de rezultat trebuie interpretat ca fiind marja în limita căreia urmează să se acţioneze pentru a se restabili echilibrul financiar, ca urmare a dezechilibrului provocat de mişcarea nevoilor de capital circulant, pe de o parte şi a resurselor de finanţare adecvate, pe de altă parte.

Pentru a evidenţia rolul fondului de rulment ca „senzor" a echilibrului financiar al întreprinderii este necesar să studiem cele două părţi ale bilanţului cu ajutorul principiului cronologic. În această perspectivă elementele de activ reprezintă o alocare de resurse în vederea constituirii unei structuri de producţie adecvate domeniului în care activează firma[1]. Elementele de activ sunt organizate după gradul lor de lichiditate: primele sunt evidenţiate activele cele mai puţin lichide: imobilizările (corporale, necorporale iar apoi financiare). Capitalurile investite în aceste active au o rotaţie lentă din această cauză sunt numite şi *alocări permanente (stabile).* În Standardele Internaţionale de Contabilitate sunt numite active necurente (non-current assets). În continuare se înscriu activele circulante: stocuri de materii prime, producţie neterminată, produse finite, creanţe, disponibilităţi băneşti, mult mai lichide decât activele imobilizate, numite şi *alocări ciclice (temporare).* În Standardele Internaţionale de Contabilitate sunt numite active curente (current assets).

[1] Stancu I. – Finanţe, Editura Economică, Bucureşti, Ediţia a III-a, 2002, p.783

Scanned with OKEN Scanner

În pasivul bilanţului unde capitalurile sunt evidenţiate după proveniența lor, organizarea elementelor se face după exigibilitatea lor, adică în funcție de însuşirea lor de a deveni scadente la un anumit termen. Astfel primele elemente de pasiv înscrie în bilanţ sunt capitalurile proprii, care în mod practic nu au o scadenţă (decât în situaţii de faliment) deci nu sunt exigibile. Din această cauză se mai numesc *resurse permanente (stabile)*. În aceeaşi grupă se înscriu şi datoriile financiare adică împrumuturile contractate pe termen mijlociu şi lung, deci care au o scadenţă mai mare de un an.

În Standardele Internaționale de Contabilitate ele se numesc pasive necurente (non-current liabilities). Datoriile curente sunt cele mai exigibile şi de aceea sunt numite *resurse ciclice (temporare)*. Ele se referă în cea mai mare parte la datoriile ciclului de exploatare. Alocările permanente sunt, în principiu, finanțate din resurse permanente. Gestiunea financiară impune respectarea principiului cronologic al egalității între maturitatea activelor cu cea a pasivelor: nevoile permanente să fie acoperite din resurse permanente iar, nevoile temporare din resurse temporare.

În teoria şi practica economică s-a acceptat ideea conform căreia cu cât resursele permanente sunt mai mari decât necesitățile permanente, cu atât firma dispune de o marjă de securitate care o protejează față de evenimentele neprevăzute. Acest surplus de resurse permanente, rulat pentru reînnoirea stocurilor, creanțelor şi lichidităților poartă denumirea de fond de rulment. El este expresia realizării echilibrului financiar pe termen lung prin contribuția acestuia la finanțarea activelor curente. Din această cauză mai este numit şi *capital de lucru* (net working capital).

Fondul de rulment poate fi majorat cu ajutorul mai multor metode:

- prin emisiunea de noi acțiuni, ocazie cu care sporeşte capitalul social;
- în urma acumulării de profit prin aceasta creşte capitalul propriu;
- prin contractarea de împrumuturi pe termen mijlociu şi lung în acest fel sporind capitalul permanent;
- prin utilizarea sistemului degresiv sau accelerat de calculare a amortizării diminuându-se astfel valoarea netă a activelor imobilizate.

Stabilirea mărimii fondului de rulment se face în funcţie de politica generală promovată de firmă[1].

Astfel, în cazul unei politici *defensive*, în care preocuparea centrală a managerului constă în protejarea autonomiei financiare a firmei, fondul de

---

[1] Stancu I. – Finanțe, Editura Economică, Bucureşti, Ediția a III-a, 2002, p.790

Scanned with OKEN Scanner

rulment se constituie la nivelul cel mai ridicat al nevoii de fond de rulment (fig.nr.23).

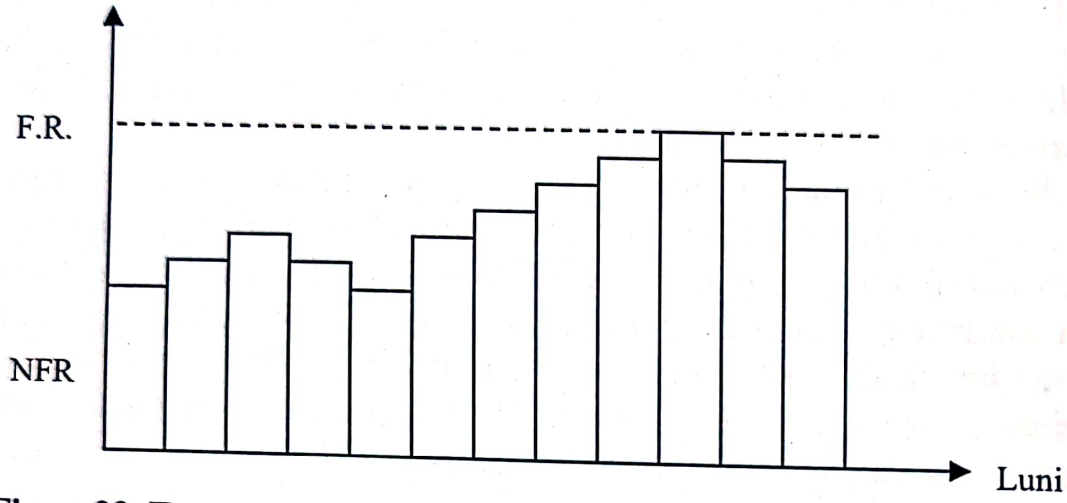


Fig.nr.23. Evoluția nevoii de fond de rulment şi a fondului de rulment în cazul unei politici defensive

În lunile în care fondul de rulment este mai mare decât nevoile de fond de rulment se înregistrează o trezorerie netă pozitivă, situație în care disponibilitățile se manifestă ca un capital leneş (trândav) deoarece valorificarea lui în plasamente financiare prezintă o rentabilitate inferioară costului capitalului respectiv. În cazul unei politici *ofensive* în urma căreia firma înregistrează o creştere a capacităților de producție sau realizează investiții financiare, fondul de rulment ajunge la un nivel inferior nevoii minime de fond de rulment (fig.nr.24).

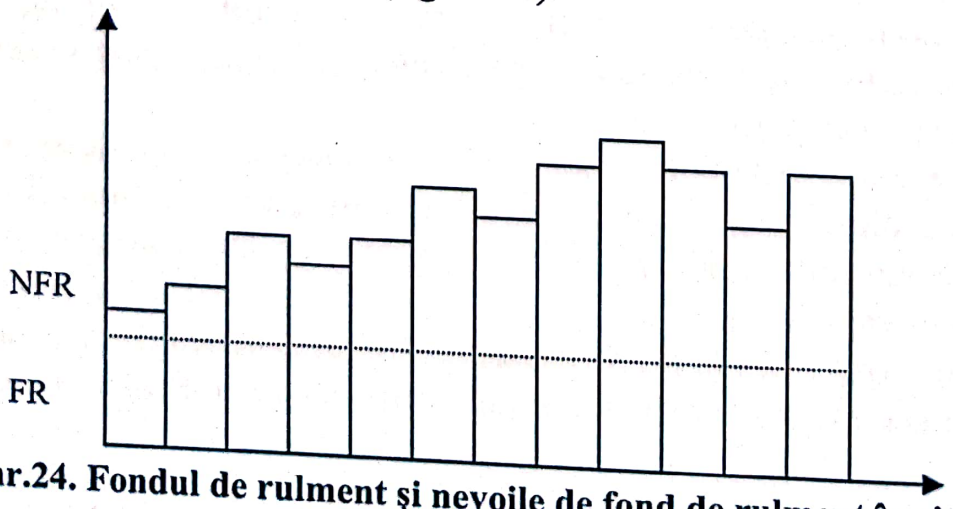


Fig.nr.24. Fondul de rulment şi nevoile de fond de rulment în situația unei politici ofensive

Scanned with OKEN Scanner

Acoperirea deficitului de fond de rulment se realizează prin utilizarea creditului pe termen scurt care trebuie să finanţeze cheltuieli permanente. Aceste credite pe lângă rata dobânzii mari şi exigibilitatea ridicată a lor, pun problema renegocierii condiţiilor de acordare. Nivelul ridicat al creditelor afectează autonomia financiară a întreprinderii şi determină o flexibilitate scăzută a acesteia. În situaţia promovării de către firmă a unei politici generale de echilibru se utilizează un fond de rulment egal cu media nevoilor de fond de rulment (fig.nr.25).

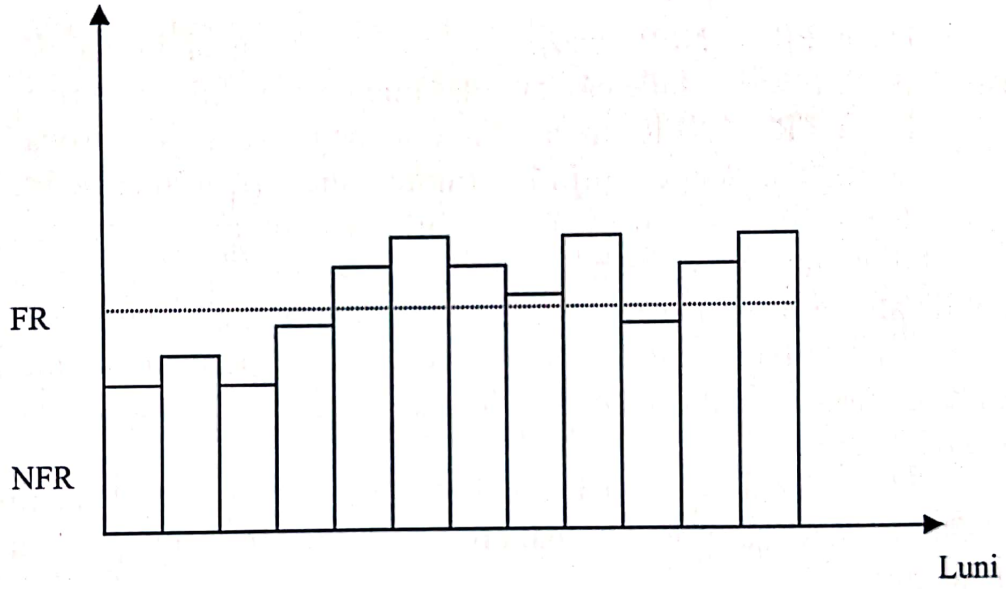


Fig.nr.25. Fondul de rulment şi nevoile de fond în cazul unei politici de echilibru

Se consideră că astfel fondul de rulment este optimal şi că răspunde la cele două cerinţe ale gestionării eficiente a firmei[1]:

- să asigure echilibrul financiar al întreprinderii şi
- o cât mai ridicată rentabilitate financiară asigurată prin minimizarea costului capitalului.

Alţi economişti consideră că cele două cerinţe sunt mai bine realizate dacă fondul de rulment se constituie la nivelul minimului nevoii de fond de rulment, deoarece în acest caz se evită crearea disponibilităţilor „leneşe" care semnifică o eficienţă mai scăzută în utilizarea unor părţi din capitalurile firmei.

[1] Stancu I., Op.cit., p.792

Scanned with OKEN Scanner

De asemenea dezavantajele participării creditelor pe termen scurt în acoperirea nevoilor permanente sunt mai reduse decât în cazul politicii ofensive.

8.3. Finanțarea exploatării cu ajutorul creditului bancar pe termen scurt

În urma comparării nevoii de fond de rulment cu fondul de rulment rezultă trezoreria întreprinderii (T):

$T = NFR - FR$

Dacă FR > NFR, trezoreria este pozitivă şi înseamnă un prisos de resurse pentru care trebuie căutate plasamente rentabile şi cu risc scăzut.

Dacă FR < NFR, trezoreria este negativă şi semnifică un deficit de resurse. Acesta se acoperă prin împrumut bancar pe termen scurt. Rambursarea acestor credite nu este bazată pe rentabilitatea viitoare a întreprinderii, cum este cazul creditelor pe termen mediu şi lung din care se finanțează activele imobilizate, ci pe dispariția cauzei care a determinat nevoia de finanțare. Deci, creditele pe termen scurt completează resursele permanente ale întreprinderii pentru exploatare exprimate prin fondul de rulment, până la nivelul nevoii de fond de rulment.

În vederea aprobării creditelor pe termen scurt pentru exploatare firmele trebuie să prezinte băncii un dosar, în principal, cu următoarele documente:

- Cererea de credit;
- Bilanțul contabil, raportul de gestiune şi contul de profit şi pierderi pe ultimii doi ani;
- Ultimele situații privind „Rezultatele financiare" şi „Situația patrimoniului";
- Balanța de verificare pe ultima lună;
- Bugetul de venituri şi cheltuieli;
- Situația contractelor de aprovizionare cu materii prime şi materiale, etc. şi situația contractelor de livrare a produselor, serviciilor;
- Garanțiile propuse băncii pentru garantarea creditului;
- Planul de afaceri;
- Situația fluxului de lichidități (cash-flow).

Creditele bancare pe termen scurt diferă prin obiect, modalități de acordare, rambursare, durată şi cost. În țara noastră între cele mai solicitate tipuri de credite pentru exploatare se află:

Scanned with OKEN Scanner

- *Creditele globale de exploatare* pentru acoperirea ansamblului nevoilor de exploatare ale firmei: aprovizionări cu materii prime, şi materiale, mărfuri, energie, combustibili, efectuarea cheltuielilor cu salariile şi asimilatele acestora precum şi pentru alte cheltuieli necesare realizării şi finalizării producţiei de mărfuri. Ele se acordă pe o perioadă, de regulă, de 180 de zile firmelor, indiferent de forma de proprietate, care au desfacere asigurată prin contracte. Volumul creditului se determină pe baza analizei fluxului de lichidităţi şi a capacităţii de rambursare. Acest credit funcţionează după sistemul revolving şi se referă îndeosebi la creditele de trezorerie oferite pentru produse cu ciclu lung de fabricaţie putând depăşi chiar şi 12 luni.
- *Creditele pentru finanţarea cheltuielilor şi a stocurilor temporare* se acordă în condiţiile existenţei unor cauze economice care au determinat formarea stocurilor şi generarea cheltuielilor cu caracter temporar, precum şi pentru stocuri care urmează a fi aprovizionate. Situaţiile care generează necesitatea unor asemenea credite se referă la: primirea de la furnizori a unor materii prime şi materiale în avans faţă de termenele din contracte; aprovizionări în loturi optime; întreruperea producţiei din motive justificate; lipsa mijloacelor de transport sau alte greutăţi în expedierea produselor la intern sau la export etc. Obiectul acestei categorii de credite este reprezentat de stocurile deja aprovizionate în perioada precedentă fără a fi achitate, stocurile care urmează a se constitui pe bază de contracte ferme şi cheltuielile aferente acestor stocuri;
- *Credite pe descoperit de cont (overdraft)* se acordă pe perioade foarte scurte de timp care nu pot depăşi 7 zile calendaristice şi sunt destinate pentru achitarea unor obligaţii stringente privind aprovizionări cu materii prime, materiale, combustibili, impozite şi alte obligaţii curente. Acesta este un credit marginal acordat în condiţii deosebite pentru care dobânda curentă percepută de bancă este cu 50% mai mare decât dobânda de bază practicată la creditele pe termen scurt. Limita maximă a creditului pe descoperit de cont este de cel mult 5000 milioane lei şi este justificat de necesitatea unor plăţi pe care întreprinderea nu le-a previzionat şi nu le-a luat în calcul la determinarea altor categorii de credite. El se poate acorda (trage) integral sau în tranşe pe măsura apariţiei necesităţilor de plată pentru care a fost aprobat;
- *Credite pentru plata cheltuielilor şi stocurilor sezoniere în lei şi valută* se acordă în situaţia în care se constituie astfel de stocuri (produse

Scanned with OKEN Scanner

agricole, agroalimentare, de proveniență vegetală sau animală) precum și orice alte stocuri care nu sunt de natura celor curente și se consumă într-o perioadă mai mare de un trimestru fără a depăși 12 luni de la constituire;

- *Credite de scont* se acordă în cazul în care posesorul legal al unei cambii sau bilet la ordin dorește încasarea sumei înscrise în titlul de credit, mai înainte de scadență. În cazul în care trasul (acceptantul) este client al unei alte bănci decât trăgătorul, atunci titlul poate fi admis la scont numai dacă este avalizat de banca ce-l servește pe tras;
- *Credite pentru exportul de produse garantate cu creanțe asupra străinătății în lei și valută* se acordă exportatorilor pentru desfășurarea corespunzătoare a activității curente pe perioada de la livrarea produselor și până la încasarea contravalorii lor de la partenerii externi, fără a depăși 12 luni de la acordarea creditului. Acest credit are la bază documentele ce atestă livrarea mărfurilor la export (copii după declarația vamală, DIV, documentul de transport pe parcurs extern). Creditul se acordă în condițiile asigurării lui împotriva riscului comercial de neplată pe întreaga durată de creditare.

O imagine de ansamblu asupra structurii creditelor pe termen scurt pentru exploatare de care pot beneficia întreprinderile din țara noastră, funcție de etapele ciclului de exploatare este prezentată în fig.nr.26.

Scanned with OKEN Scanner

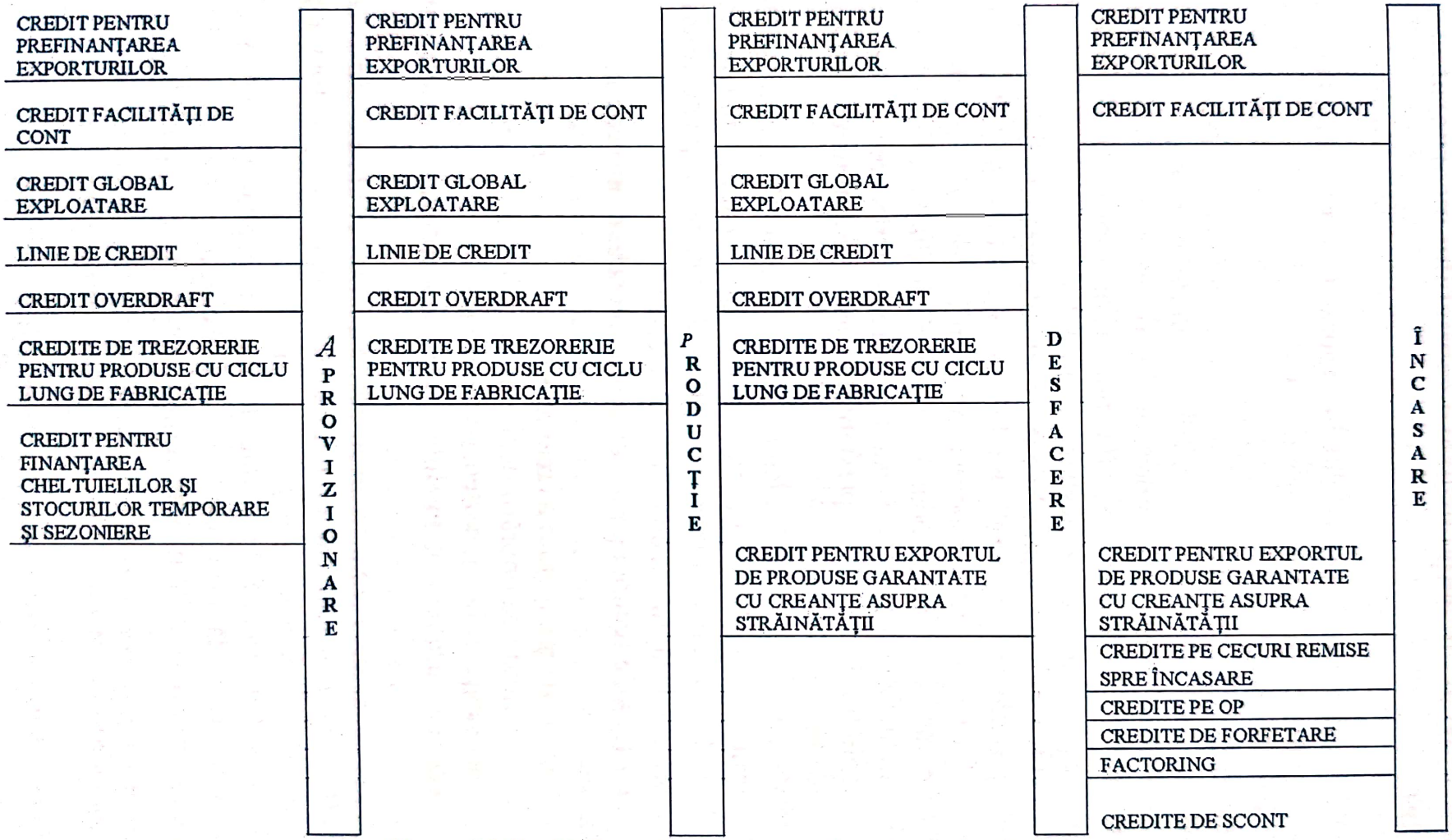


Fig.nr.26 Creditele pe termen scurt aferente exploatării

Scanned with OKEN Scanner

8.4. Indicatori ai eficienței utilizării capitalului încorporat în active circulante

Eficiența folosirii capitalului încorporat în active circulante se poate aprecia cu ajutorul următoarelor grupe de indicatori[1]:

a) indicatorii vitezei de rotație;

b) indicatorii rentabilității utilizării capitalului circulant;

c) *indicatorii intensității utilizării capitalului circulant.*

Aceşti indicatori au o importanță aparte în evaluarea activității firmei prin determinarea calității gestionării capitalurilor folosite, fiind numiți adesea, din această cauză indicatori ai gestiunii capitalului.

Trecerea capitalului prin cele trei stadii ale exploatarii poartă numele de *circuitul exploatării*. Revenirea capitalului la starea inițială, de bani, după ce a îmbrăcat o forma materială funcțională semnifică *rotația capitalului*. Timpul necesar efectuării unei rotații poartă denumirea de *viteză de rotație*. Viteza de rotație se calculează numai pentru capitalul circulant, deoarece viteza de rotație aferentă capitalului fix este prestabilită prin determinarea duratelor de amortizare a activelor imobilizate.

a) Viteza de rotație se fundamentează în bugetul de venituri şi cheltuieli şi se determină, în realizări, pe baza bilanțului contabil, fiind un îndrumar extrem de util în analiza financiară. Viteza de rotație se poate referi la trei paliere ce privesc înfăptuirea ciclului exploatării[2]:

- la viteza de recuperare a capitalului consumat, în vederea reavansării lui într-un circuit;
- la viteza de recuperare a creanțelor;
- la corectitudinea onorării debitelor către furnizori în vederea protejării bunului renume în relațiile cu partenerii de afaceri.

Viteza de rotație a capitalului poate fi exprimată cu ajutorul a doi indicatori:

- *numărul de rotații* realizat de capitalul circulant într-o anumită perioadă (trimestru, an) indicator numit şi coeficientul vitezei de rotație şi
- *durata în zile a unei rotații.*

Numărul de rotații (Nr) arată de câte ori capitalul circulant a trecut, într-o anumită perioadă, prin cele trei stadii. Acest indicator se calculează prin raportarea marimii activității desfăşurate, exprimate fie prin cifra de afaceri

---

[1] M.Oprițescu, N.Sichigea, M.Drăcea, J.Hortopan – Finanțe şi contabilitate, Editura Universitaria, Craiova, 1999, p.208

[2] I.A.Giurgiu – Finanțele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj Napoca, 2000, p.51

Scanned with OKEN Scanner

(CA) fie prin producţia realizată într-o perioadă (P), la capitalul încorporat în activele circulante folosite (AC):

$$Nr = \frac{CA(P)}{AC}$$

Dacă numărul de rotaţii este mare, atunci activitatea se desfăşoară cu puţine active circulante (deci cheltuieli mici). Aceasta înseamnă că unul şi acelaşi capital finanţează, într-o anumită perioadă, mai multe circuite şi deci asigură astfel, sporirea cifrei de afaceri şi a profitului. Deci, activitatea firmei este cu atât mai eficientă (adică rezultate mai mari obţinute cu eforturi mai mici) cu cât numărul de rotaţii este mai mare.

Rolul sporirii vitezei de rotaţie asupra eficienţei firmei poate fi evidenţiat şi de relaţia existentă între acest indicator şi mărimea profitului (ca expresie concentrată a eficienţei) şi anume; profitul unei perioade poate fi exprimat ca un produs între numărul de rotaţii şi profitul obţinut la o rotaţie.

Durata în zile a unei rotaţii (D_z) exprimă numărul de zile necesar capitalului să parcurgă cele trei stadii ale exploatării. Indicatorul se calculează prin raportarea timpului (T) exprimat în zile ale perioadei considerate (pentru un trimestru T = 90 zile, pentru un an T = 360 zile), la numărul de rotaţii (Nr):

$$D_z = \frac{T}{Nr} = \frac{T}{\frac{CA(P)}{AC}} = \frac{TxAC}{CA(P)}$$

Dacă avem în vedere relaţia de invers proporţionalitate existentă între numărul de rotaţii şi durata unei rotaţii, atunci putem considera activitatea unei întreprinderi ca fiind cu atât mai eficientă cu cât durata unei rotaţii este mai mică.

- Recuperarea creanţelor firmei reflectate, în principal, în soldul contului „clienţi" arată preocuparea acesteia pentru scurtarea perioadei de până la reinvestirea capitalului. Viteza de recuperare a creanţelor se exprimă cu ajutorul indicatorului *durata medie de recuperare a creanţelor* (D_c) calculată astfel:

$$D_c = \frac{(C_l + E_c)xT}{CA}, \text{ unde}$$

C_l este soldul contului „clienţi",
E_c reprezintă efecte comerciale de încasat.

Onorarea obligaţiilor către furnizori evidenţiază modul în care firma îşi

Scanned with OKEN Scanner

protejează bunul renume în relaţiile cu partenerii de afaceri. Indicatorul care măsoară acest aspect al calităţii colaborării întreprinderii cu furnizorii ei se numeşte *durata medie de plata a furnizorilor* (D_f) stabilit cu ajutorul relaţiei:

$$D_f = \frac{(F + E_f)xT}{A_t}, \text{ unde}$$

F reprezintă soldul contului „furnizori" în perioada de calcul,
E_f sunt efectele comerciale de plată,
A_t reprezintă totalul aprovizionărilor în perioada considerată.

b) Indicatorii rentabilităţii capitalului concretizat în active circulante exprimă capacitatea acestuia de a crea profit. Rentabilitatea utilizării capitalului circulant este evidenţiată cu ajutorul a doi indicatori[1]:

- rata rentabilităţii capitalului încorporat în active circulante (R_{ac}) calculată ca un raport între profitul brut (P_b) sau net (P_n) şi valoarea activelor circulante aflate în exploatare (AC):

$$R_{ac} = \frac{P_b(P_n)}{AC} x100,$$

- rentabilitatea pe un circuit (R_{un}) stabilită ca un raport între profitul brut sau net şi numărul de rotaţii realizat de capitalul circulant în perioada de calcul:

$$R_{NR} = \frac{P_b(P_n)}{NR}$$

c) Indicatorii intensităţii utilizării capitalului încorporat în active circulante exprima efortul bănesc al firmei, concretizat în activele circulante folosite, pentru obţinerea a 1.000 unităţi băneşti rezultat reflectat fie prin cifra de afaceri fie prin producţia realizată în perioada considerată:

$$AC/1000\ CA(P) = \frac{AC}{CA(P)} x1000$$

Acest indicator calculat în momente diferite poate conduce, pentru un analist financiar, la o serie de concluzii privind calitatea utilizării capitalului circulant în activitatea de exploatare de respectiva firmă. Astfel, de exemplu, scăderea în timp, a mărimii indicatorului înseamnă active circulante mai puţine (cheltuieli mai mici) pentru obţinerea a 1000 lei cifra de afaceri (producţie), iar diferenţa se concretizează într-un profit mai mare.

---

[1] M.Opriţescu, ş.a. – Op.cit., p.209

Scanned with OKEN Scanner

Modificarea vitezei de rotaţie a capitalului încorporat în active circulante se manifestă într-o *accelerare* dacă viteza de rotaţie din perioada curentă V_1 este mai mare decât cea din perioada de referinţă V_0; $V_1 > V_0$ sau într-o *încetinire* dacă evoluţia este în sens invers; $V_1 < V_0$.

În plan financiar, *accelerarea* conduce la o *eliberare* de capital circulant, iar *încetinirea* la o *imobilizare*.

Eliberarea de capital poate fi *absolută* şi/sau *relativă*. *Eliberarea absolută* se produce atunci când se înregistrează o diferenţă negativă între mărimea capitalului concretizat în active circulante în perioada curentă (AC_1) şi acelaşi indicator însă referitor la perioada precedentă (AC_0).

$$\text{Eliberarea absolută} = AC_1 - AC_0 \quad \text{deci} \quad AC_1 < AC_0$$

Eliberarea absolută arată că firma are, în prezent, o nevoie de capital circulant mai mică decât în perioada precedentă şi aceasta în condiţiile în care trebuie să îndeplinească aceleaşi obligaţii (ca mărime) comparativ cu perioada trecută. Dacă diferenţa de capital, devenită de prisos, pentru nevoile curente de exploatare, este constituită prin împrumut, atunci aceasta se poate restitui evitându-se în acest fel plata unor costuri ale capitalului inutile. Dacă însă diferenţa creată este o parte din capitalul propriu, atunci ea poate fi valorificată în diferite plasamente rentabile, contribuind astfel la majorarea profitului total al firmei.

Atunci când $AC_0 < AC_1$ se produce *imobilizarea absolută* de capital de exploatare care impune ca pentru perioada curentă firma să dispună de un necesar suplimentar de capital circulant pentru realizarea unui nivel neschimbat al producţiei, procurat fie prin împrumut, fie prin majorarea resurselor proprii.

Eliberarea (imobilizarea) relativă se evidenţiază ca o diferenţă între capitalul încorporat în active circulante în perioada precedentă şi capitalul circulant care ar trebui utilizat în perioada curentă dacă viteza de rotaţie ar rămâne neschimabtă în cele două perioade:

$$\text{Eliberarea (imobilizare) relativă} = AC_0 - \frac{CA_1(P_1)}{T} xV_0$$

dacă: $AC_0 > \frac{CA_1(P_1)}{T} xV_0$ atunci firma beneficiază de o eliberare relativă

$AC_0 < \frac{CA_1(P_1)}{T} xV_0$ atunci firma suportă o imobilizare relativă.

Eliberarea relativă exprima volumul suplimentar de producţie realizat cu acelaşi capital circulant, iar imobilizarea relativă exprimă mărimea producţiei nerealizate deşi s-a utilizat capitalul circulant programat.

Scanned with OKEN Scanner

Eliberarea (imobilizare) totală este suma eliberărilor (imobilizărilor) absolute şi relative.

$$\text{Eliberări (imobilizări) totale} = (AC_1 - AC_0) + (AC_0 - \frac{CA_1(P_1)}{T} V_0) =$$

$$= \frac{CA_1(P_1)}{T} xV_1 - AC_0 + AC_0 - \frac{CA_1(P_1)}{T} xV_0 = \frac{CA_1(P_1)}{T}(V_1 - V_0)$$

deci Eliberări totale $= \frac{CA_1(P_1)}{T}(V_1 - V_0)$ dacă $V_1 < V_0$

Imobilizări totale $\frac{CA_1(P_1)}{T}(V_1 - V_0)$ dacă $V_1 > V_0$

Modificarea vitezei de rotaţie depinde de evoluţia a doi factori: de capitalul încorporat în active circulante şi de cifra de afaceri (producţia exerciţiului).

Accelerarea vitezei de rotaţie, ca fenomen pozitiv pentru rezultatele firmei se produce fie atunci când scade mărimea capitalului încorporat în active circulante, fie prin sporirea producţiei fizice în condiţiile reducerii costurilor de producţie. Calculele care privesc stabilirea influenţei fiecărui factor în modificarea vitezei de rotaţie au mai mare precizie dacă au în vedere valoarea medie a activelor circulante din perioada analizată care poate fi trimestrul sau anul.

Reducerea mărimii capitalului încorporat în active circulante se poate realiza în toate fazele ciclului exploatării:

- în faza aprovizionării, prin optimizarea stocurilor şi/sau a scăderii cheltuielilor de lansare, stocare;
- în faza producţiei, prin scurtarea duratei de fabricaţie până la limita tehnică de efectuare a operaţiunilor de prelucrare, lotizarea producţiei;
- în faza comercializării, prin accelerarea operaţiunilor de sortare, ambalare, formarea loturilor optime comerciale, expedierea şi încasarea operativă a contravalorii livrărilor.

Creşterea producţiei fizice (dacă piaţa solicită acest lucru) se poate înfăptui prin perfecţionarea organizării producţiei, îmbunătăţirea productivităţii muncii, creşterea randamentelor de folosire a activelor imobilizate.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 9. TREZORERIA ÎNTREPRINDERII

9.1. Conținutul trezoreriei întreprinderii

Noțiunea de „trezorerie a întreprinderii" este considerată de unii autori ca fiind cu un conținut ambiguu, deoarece este utilizată pentru a desemna două accepțiuni distincte[1]:

- prima se referă la desemnarea: încasărilor, lichidităților, disponibilităților de care dispune întreprinderea la un moment dat sau a fondurilor pe care le are în caserie sau în depozitele bancare „la vedere";
- a doua, mai recentă apărută după anii 70, se referă la denumirea dată diferențelor dintre fondul de rulment și nevoia de fond de rulment sau între încasările și creditele pe termen scurt, dintr-o perioadă, ale firmei.

Primul înțeles este mai des întâlnit, deoarece el se referă la mijloacele cu ajutorul cărora întreprinderea își asigură echilibrul financiar, cu cel mai scăzut cost și răspunde în acest fel, problemelor concrete cu care se confruntă omul de afaceri.

În literatura de specialitate noțiunile de trezorerie și gestiunea trezoreriei sunt utilizate, în general, cu același înțeles. De exemplu prof.I.Neagoe definește gestiunea trezoreriei drept administrarea optimă a fondurilor pe termen scurt pentru asigurarea solvabilității întreprinderii în cele mai bune condiții, iar trezoreria ca totalitatea operațiilor, care administrează fondurile pe termen scurt[2].

Economistul francez D.Dubois consideră că „gestiunea trezoreriei regrupează ansamblul deciziilor, regulilor și procedurilor care asigură, la costul cel mai redus, menținerea echilibrului financiar instantaneu al întreprinderii"[3].

Profesorul I.A.Giurgiu definește gestiunea trezoreriei ca „mulțimea deciziilor și operațiunilor corespunzătoare de îndeplinire a lor în legătură cu procurarea lichidităților necesare onorării obligațiilor, precum și în legătură cu valorificarea corespunzătoare a eventualelor excedente"[4].

Gestiunea trezoreriei exprimă, în esență, deciziile și operațiunile care privesc procurarea și apoi utilizarea în condiții de optim a lichidităților, astfel încât să se asigure în permanentă echilibrul financiar al întreprinderii.

---

1 B.Colasse – Gestion financière, P.U.F., Paris, 1993, p.231
2 I.Neagoe – Finanțele întreprinderii, Editura Ankarom, Iași, 1997, p.301
3 Denis Dubois – Trezorerie. Encyclopedie de gestion, Economica, Paris, 1989, p.62
4 I.A.Giurgiu – Finanțele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.186

Scanned with OKEN Scanner

Trezoreria reprezintă o sursă cotidiană de riscuri pentru firmă şi impune din această cauză preocupari serioase pentru gestionarea lor. Dacă trezoreria este bine realizată atunci ea are o contribuţie pozitivă la rentabilitatea întreprinderii, dacă însă este greşit desfăşurată atunci poate conduce chiar la procedura de redresare judiciară.

Principalele activităţi care exprimă conţinutul trezoreriei întreprinderii se referă la:

- stabilirea bugetului trezoreriei ca o rezultantă a întocmirii tuturor celorlalte bugete ale firmei;
- previzionarea încasărilor şi plăţilor zilnice precum şi evidenţierea diferenţelor.

Ca o consecinţă a activităţilor principale, în sarcinile trezoreriei se află şi atribuţiile ce vizează asigurarea:

- lichidităţilor pentru derularea tuturor tranzacţiilor întreprinderii;
- efectuării plăţilor la scadenţă în conformitate cu obligaţiile asumate;
- analizei diferitelor finanţări posibile pe termen scurt;
- selectării oportunităţilor de plasament pe termen scurt a excedentelor;
- echilibrării soldurilor de trezorerie cu un cost minim;
- gestionarea riscurilor legate de trezorerie (financiar, valutar)

Gestiunea trezoreriei este adesea disociată în două mari servicii:

- unul de *„back office"* care vizează, în principal, stabilirea bugetului trezoreriei şi a planului zilnic de încasări si plăţi, precum şi urmărirea realizării lor, iar un altul numit şi
- *„front office"* priveşte cu deosebire administrarea surplusului de lichidităţi precum şi desfăşurarea operaţiunilor pe piaţa financiară privind procurarea lichidităţilor în cazul unor nevoi temporare[1].

Obiectivul gestiunii trezoreriei trebuie formulat în conformitate cu obiectivul gestiunii financiare a întreprinderii. Astfel, în unele lucrări se consideră că trezoreria trebuie gestionată aşa încât să se obţină, pe de o parte, cele mai mici costuri ale capitalurilor folosite de firmă, iar pe de alta parte, plasarea eventualelor excedente să se realizeze cu cele mai bune rentabilităţi[2].

---

[1] J.Peyrard – Gestion financière, P.U.F., Paris, 1990, p.146-147;
S.Griffiths, J.G.Degos – Gestion financière, Editions d'organisation, Paris, 1999, p.200

[2] I.A.Giurgiu – Finanţele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.186

Scanned with OKEN Scanner

9.2. Previzionarea fluxurilor de trezorerie

9.2.1. Conținutul și structura fluxurilor de trezorerie

Previzionarea financiară, la nivelul unei întreprinderi, este activitatea prin care sunt anticipate fluxurile băneşti în unitatea lor şi în legătură nemijlocită cu cele reale. Urmare a previziunii financiare sunt dimensionate resursele băneşti şi găsite cu această ocazie cele mai eficiente modalități de procurare a lor, în vederea înfăptuirii în practică a obiectivelor şi acțiunilor ce dau conținut strategiei generale a firmei cu costuri şi riscuri minime.

Previzionarea trezoreriei, ca expresie a previziunii financiare, se referă la estimarea încasărilor şi plăților întreprinderii evidențiind şi modul de gestionare a excedentului sau deficitului de trezorerie. Fluxurile de trezorerie se concretizează în încasări şi plăți. Structura încasărilor poate fi abordată sub cel puțin două aspecte:

- după *sursa de proveniență* şi
- în raport cu *funcția întreprinderii* (investiție, exploatare, finanțare) care le-a generat.

Studierea corelativă a încasărilor după cele două criterii permite o cunoaştere mai complexă a lor. După *sursa de proveniență* încasările se grupează în:

- încasări din vânzarea bunurilor, efectuarea lucrărilor şi serviciilor;
- încasări din valorificarea către terți a unor stocuri ce depăşesc nevoile reale, ori care sunt fără mişcare, inutilizabile sau reprezintă materiale recuperabile;
- încasări din vânzarea unor terenuri sau a unor mijloace fixe, care au devenit de prisos şi a unor investiții în curs la care se renunță, fie deoarece nu mai sunt de viitor, sau deoarece pentru finalizarea lor nu se mai găsesc resurse de finanțare ieftine;
- încasări din valorificarea pe piețe specifice a unor titluri de valoare pe care firma le deține;
- încasări din vânzarea unor noi acțiuni emise în vederea majorării capitalului social;
- încasări din dobânzi, chirii, redevențe, onorarii, comisioane, dividende, etc.;
- încasări din emisiunea de obligațiuni sau credite bancare;
- încasări din avansuri obținute de la clienți în contul unor livrări viitoare;
- încasări din subvenții, donații, ajutoare, restituiri de impozite, taxe etc.

Scanned with OKEN Scanner

Încasările enumerate reflectă fie stingerea unor creanțe ale partenerilor de afaceri, fie angajarea unor datorii față de terți, fie alte operațiuni. În consecință, firma trebuie să adopte politici adecvate de administrare a fiecăreia din categoriile de încasări amintite.

Dacă se ține seama de *funcția întreprinderii* care generează o anumită categorie de încasări atunci structura acestora se prezintă astfel:

- *încasări generate de activitatea de exploatare* care includ;
  - sumele obținute în urma comercializării bunurilor, lucrărilor și serviciilor care dau conținut obiectului de activitate al firmei;
  - avansurile obținute de la clienți în contul unor livrări viitoare;
  - sumele ce reprezintă dobânzi, chirii, redevențe, onorarii, comisioane, restituiri de impozite și taxe și alte venituri de această natură;
  - sume reprezentând despăgubiri de asigurare și alte încasări ce au legătură cu activitatea de exploatare;
- *încasări ocazionate de activitatea de investiție* care reflectă sumele ce reprezintă;
  - contravaloarea terenurilor, mijloacelor fixe și a eventualelor imobilizări necorporale vândute;
  - contravaloarea titlurilor de valoare comercializate și care au fost achiziționate pe termene medii sau lungi;
  - sumele ce reflectă primirea împrumuturilor sau avansurilor acordate terților, pentru termene medii sau lungi;
- *încasări izvorâte din operaționalizarea funcției de finanțare* pot să reprezinte;
  - sumele obținute în urma emisiunii de noi acțiuni;
  - sumele dobândite în urma contractării unor împrumuturi pe termen scurt, mediu și lung fie de la bancă fie prin emisiunea de obligațiuni sau alte instrumente de credit;
  - sume provenite din subvenții, ajutoare, sponsorizări, donații etc.;
  - sume primite de la bugetul asigurărilor sociale, reprezentând contravaloarea drepturilor de asigurări sociale cuvenite personalului.

În general, în totalul încasărilor ponderea cea mai mare o reprezintă creanțele față de clienți. Un indicator sugestiv care reflectă modul de administrare a relațiilor băneşti ale firmei cu o parte din partenerii ei respectiv

Scanned with OKEN Scanner

clienţii îl reprezintă: „durata medie de încasare a creanţelor" (d_{cr}), exprimată în zile, calculată după relaţia:

$$d_{cr} = \frac{\overline{C_r} \cdot 365}{C_{r_t}}, \text{ în care}$$

$\overline{C_r}$ este soldul mediu al creanţelor

C_{r_r} reprezintă totalul creanţelor firmei, reflectate ca totalul sumelor debitoare ale conturilor de creanţe.

Soldul mediu anual al creanţelor ($\overline{C_r}$) se poate determina ca medie aritmetică simplă a soldurilor înregistrate de conturile ce reflectă creanţe la sfârşitul fiecărei luni (C_{rl_i}) :

$$\overline{C_r} = \frac{\sum_{i=1}^{12} C_{rl_i}}{12}$$

Indicatorii amintiţi se pot calcula pentru fiecare creanţă în parte cât şi pentru ansamblul creanţelor. Indicatorii permit aprecieri asupra stării previzionate sau efective cu privire la durata de timp în care se încasează creanţele. O asemenea acţiune dă posibilitatea să se emită judecăţi pertinente referitoare la îmbunătăţirea sau deteriorarea politicii firmei referitoare la gestiunea creanţelor.

Modul de derulare a încasărilor trebuie studiat în corelaţie cu plăţile. Legătura încasărilor cu plăţile se impune a fi judecată atât sub aspectul mărimii lor cât şi al modului cum fiecare dintre ele se derulează (ordonează) în cursul unei anumite perioade, respectiv cum sunt sincronizate. O asemenea sincronizare dacă priveşte cu deosebire, încasările şi plăţile legate de înfăptuirea obiectului de activitate a firmei reflectă modul cum este conceput şi se desfăşoară procesul rotaţiei capitalurilor, adică vizează înfăptuirea unei concordanţe adecvate între mărimea activelor şi pasivelor de exploatare, în intervalul de timp considerat, - ca o condiţie de bază a realizării echilibrului financiar.

Plăţile reflectă acele mişcări de resurse băneşti, reprezentând numerar şi bani de cont, către mediul întreprinderii şi reprezintă operaţiuni referitoare la stingerea unor datorii, ori alte operaţiuni care determină ieşiri de disponibilităţi băneşti.

Cunoaşterea mărimii plăţilor are o deosebită importanţă deoarece permite efectuarea de aprecieri asupra dimensiunii eforturilor băneşti cărora trebuie să le facă faţă firma într-un interval de timp.

Scanned with OKEN Scanner

Structura plăţilor poate fi studiată după mai multe criterii între care menţionăm: după destinaţia şi conţinutul lor economic şi din punct de vedere funcţional.

Criteriul privind *destinaţia şi conţinutul economic al plăţilor* evidenţiază ponderea pe care o ocupă fiecare grupă de plăţi în total şi pe o asemenea bază se iniţiază acţiuni menite să asigure o administrare adecvată a fiecăreia din categoriile respective. Ieşirile de disponibilităţi băneşti din conturile firmei sunt generate, în principal, de următoarele categorii de operaţiuni:

- plata la vedere sau la termen, prin cont sau cu numerar, a contravalorii bunurilor, lucrărilor şi serviciilor achiziţionate de la diverşi furnizori;
- plata datoriilor faţă de fondurile publice, reprezentând impozite, taxe şi alte contribuţii obligatorii;
- plata drepturilor băneşti ale personalului concretizate în salarii, premii, sporuri, indemnizaţii, ajutoare pentru incapacitate temporară de muncă şi alte drepturi băneşti izvorâte din raporturile de muncă;
- plata contravalorii diferitelor tipuri de imobilizări corporale cumpărate;
- achitarea contravalorii unor titluri de valoare răscumpărate sau achiziţionate de pe piaţă;
- plata ratelor scadente la împrumuturile contractate, precum şi a dobânzilor aferente;
- plata unor avansuri făcută în contul unor operaţiuni comerciale ce se vor derula în viitor;
- achitarea dividendelor cuvenite asociaţilor sau acţionarilor;
- achitarea altor datorii izvorâte din raporturile firmei cu terţii;
- plata unor sume de bani sub formă de ajutoare, sponsorizări, donaţii etc.

Primele trei grupe deţin ponderea cea mai mare în cazul firmelor ce au drept obiect al activităţii obţinerea şi comercializarea bunurilor materiale, executarea de lucrări precum şi în cazul celor prestatoare de servicii cu caracter nefinanciar.

Trebuie subliniat, însă că fiecăreia din grupele respective se impune să i se aplice un tratament specific, deoarece se diferenţiază în mod semnificativ faţă de celelalte, în special în privinţa scadenţei şi a consecinţelor pe care le implică neplata lor la termen. Astfel, dacă în cazul datoriilor faţă de furnizori, amânarea plăţii cu un anumit număr de zile se poate realiza fără costuri suplimentare, prin acordul dat de furnizor, în cazul plăţii obligaţiilor faţă de stat şi faţă de personal acest lucru nu este posibil deoarece datoriile în cauză au termene fixe de plată. Depăşirea termenului de plată a obligaţiilor faţă de fondurile publice antrenează costuri suplimentare reprezentând majorări şi

Scanned with OKEN Scanner

penalităţi de întârziere. În ceea ce priveşte drepturile băneşti ale personalului, depăşirea datei prestabilite pentru plata lor poate genera mişcări revendicative din partea sindicatelor. În acelaşi timp, însă, cele trei categorii de plăţi se şi aseamănă între ele, prin aceea că au o evoluţie relativ uniformă în timp, fără a se cunoaşte oscilaţii majore de la un interval la altul, dacă nu intervin schimbări semnificative în ceea ce priveşte volumul de activitate economică şi tehnologia de exploatare utilizată.

Dacă se are în vedere *funcţia întreprinderii care a declansat o anumită categorie de plăţi*, atunci acestea se pot ordona în trei grupe (corespunzător celor trei funcţii: exploatare, investiţii, finanţare), astfel:

- *plăţile care sunt generate de activitatea de exploatare*, în rândul cărora se includ:

- sumele reprezentând contravaloarea bunurilor, lucrărilor şi serviciilor cumpărate, de la diverşi furnizori interni şi externi;
- avansurile băneşti acordate furnizorilor în vederea unor livrări ce se vor face în viitor;
- sumele reprezentând plata obligaţiilor referitoare la remunerarea forţei de muncă;
- sumele de bani care se plătesc băncilor sub formă de dobânzi şi speze bancare pentru creditele pe termen scurt contractate, ori pentru scontarea efectelor de comerţ;
- primele de asigurare plătite către societăţile de asigurări de bunuri, persoane şi răspundere civilă prin efectul legii şi cu caracter facultativ;
- impozitele, taxele şi alte plăţi obligatorii către fondurile publice, care sunt generate de activitatea de exploatare;
- alte plăţi care au legătură nemijlocită cu activitatea de exploatare şi sunt reflectate în costuri;

- *plăţile ce îşi au izvorul în activitatea de investiţii*, reflectate în ieşirile de sume de bani generate de:

- activitatea de achiziţionarea unor terenuri şi de amenajare a acestora în conformitate cu nevoile proprii ale firmei;
- achiziţionarea de mijloace fixe şi activitatea de montare şi punere în funcţiune a lor;
- achiziţionarea de imobilizări corporale şi necorporale în curs;
- achiziţionarea de titluri de valoare emise de terţi, pentru intervale de timp medii şi lungi;
- restituirea avansurilor şi împrumuturilor primite de la terţi, pentru intervale de timp medii şi lungi;

Scanned with OKEN Scanner

- ajungerea la scadenţă a ratelor şi dobânzilor aferente împrumuturilor bancare contractate pe termen mediu şi lung;

- *plăţile ocazionate de înfăptuirea în practică a funcţiei de finanţare* sunt materializate în ieşirile de numerar ce pot reprezenta:

- răscumpărarea acţiunilor proprii şi comisioanele aferente unor asemenea operaţiuni;
- rate plătite către locator, în cazul leasingului financiar şi spezele aferente acestor plăţi;
- achitarea contravalorii cheltuielilor ocazionate de emisiunea de obligaţiuni;
- plata ratelor scadente la creditele bancare pe termen scurt contractate de către unitatea în cauză.
- restituirea avansurilor şi împrumuturilor pe termen scurt primite de la alţi terţi decât băncile şi unităţile asimilate lor, care nu au legătură directă cu activitatea de exploatare;
- alte plăţi către persoane juridice şi fizice, altele decât instituţiile financiare, bancare şi de credit, care au contribuit la finanţarea unor acţiuni şi activităţi ce nu fac obiectul celor două funcţii menţionate anterior (de exploatare şi de investiţii).

Un obiectiv important în previziunea plăţilor este *cunoaşterea modului cum se ordonează în timp toate datoriile băneşti* astfel încât, pe această bază, să se iniţieze politici adecvate care să aibă drept efect obţinerea de la creditori de termene de plată mai relaxate şi o mai bună corelare cu încasările.

Un indicator semnificativ în acest sens este „durata medie de efectuare a plăţilor" (d_{pl}) exprimată în zile şi calculată prin raportarea soldului mediu al obligaţiilor ($\overline{P_l}$) la totalul sumelor creditoare ale conturilor de datorii (P_{lt}), ceea ce se poate scrie cu ajutorul relaţiilor:

$$\overline{d_{pl}} = \frac{\overline{P_l} \cdot 365}{P_{lt}}$$

Prin previzionarea fluxurilor de trezorerie se înfăptuieşte activitatea de „back office" care se materializează, în principal, prin întocmirea bugetului de trezorerie şi a planului zilnic de încasări şi plăţi pentru întreprindere. Bugetul activităţii de trezorerie este parte componentă a Bugetului de venituri şi cheltuieli a întreprinderii.

Structura bugetului activităţii de trezorerie, este astfel gândită încât pe baza prelucrării informaţiilor contabilităţi, să se obţină informaţii care au în vedere numai veniturile efectiv încasate şi cheltuielile efectiv plătite. Conţinutul formularului numit „Bugetul activităţii de trezorerie" permite

Scanned with OKEN Scanner

observarea elementelor sale definitorii (fig.nr.27). Astfel, putem constata că bugetul activității de trezorerie este, de fapt, *un cont de profit şi pierdere previzionat* deoarece permite urmărirea ulterioară a indicatorilor care oferă informații referitoare la soldurile intermediare de gestiune, adică la modul cum se realizează echilibrul financiar dinamic al firmei. Înseamnă că *asemenea date nu spun nimic despre încasările şi plățile firmei, ci numai despre venituri şi cheltuieli – ştiut fiind faptul că: veniturile nu se pot confunda cu încasările, iar cheltuielile cu plățile.*

Simbol	Explicații
1	∑ veniturilor din exploatare
2	- ∑ Cheltuielilor variabile
A	Marja brută (A = rd · 1 – rd · 2)
4	- ∑ cheltuielilor fixe
B	Rezultatul din exploatare (B = A – rd · 4)
6	+ Venituri din
7	- Cheltuieli financiare
C	Rezultatul financiar (C = rd.6 – rd.7)
9	+ Venituri excepționale
10	- Cheltuieli excepționale
D	Rezultat excepțional (D = rd 9 – rd 10);
E	Rezultatul brut al exercițiului: (E = ± B ± C ± D)
13	Impozit pe profit
F	Rezultatul net al exercițiului: (F = E – RD 13),
15	Prezentarea modului de determinare a fluxurilor de disponibilități izvorâte din ciclurile financiare
G	Fluxul de disponibilități din activitatea de exploatare
H	(+) Fluxul de disponibilități din activitatea de investiții
I	(+) Flux de disponibilități din activitatea financiară
J	(+) Disponibilități băneşti la începutul perioadei
K	Disponibilități băneşti la sfârşitul perioadei (K = G + H + I + J)

Fig.nr.27 Structura bugetului activității de trezorerie a întreprinderii

Bugetul evidențiază fluxurile de trezorerie ordonate pe cele trei categorii de funcții ale firmei (exploatare, investiții, finanțare), determinate prin metoda indirectă, care va permite efectuarea de comparații între informațiile consemnate în acest document şi cele reflectate în „Situația fluxurilor de trezorerie", dându-se posibilitatea să se calculeze abaterile dintre prevederi şi realizări, precum şi reliefarea atât a cauzelor care au făcut posibile asemenea variații cât şi a măsurilor ce trebuiesc luate pentru a se asigura

Scanned with OKEN Scanner

menţinerea echilibrului între încasări şi plăţi. Din prelucrarea conţinutului acestor din urmă informaţii rezultând, de fapt, situaţia netă a trezoreriei.

Deosebit de modelul de buget al trezoreriei, (prezentat în fig.nr.25) firmelor din ţara noastră li se solicită de către bănci şi alte modele prin care se prefigurează evoluţia fluxului de disponibilităţi din cursul perioadei pentru care se acordă creditele.

9.2.2. Întocmirea bugetului activităţii de trezorerie

În teoria economică sunt prezentate o multitudine de modele de previziune a fluxurilor de trezorerie. În toate însă, un loc central, în previzionare, îl ocupă încasările din vânzări deoarece în funcţie de acestea se dimensionează fluxurile de ieşire precum şi mărimea resurselor ce pot fi atrase pe alte canale decât cele referitoare la vânzări (credite, emisiunea de acţiuni şi obligaţiuni, etc.). Informaţiile referitoare la vânzări rezultă din documentele elaborate de sectorul comercial al firmei, deoarece aici se concentrează fluxurile informaţionale referitoare la relaţiile cu clienţii. Ca modalitate de previziune a încasărilor din vânzări, cea mai viabilă o considerăm dimensionarea acestora în funcţie de mărimea lor precum şi de termenul prevăzut a se încasa. O asemenea modalitate deşi logică şi raţională, totuşi este necesar să se recurgă la utilizarea unei multitudini de modele cu ajutorul cărora să se elaboreze mai multe variante de bugete, din rândul cărora să se aleagă acea variantă care se consideră că se va apropia cel mai mult de realitatea viitoare. Printre metodele utilizate în întocmirea bugetului activităţii de trezorerie amintim câteva[1]:

- *Metoda extrapolării* evidenţiază ritmul mediu anual înregistrat de indicatorii cuprinşi în bugetul activităţii de trezorerie, în măsura în care aceştia cunosc creşteri continue de la un an la altul. În acest scop se vor utiliza informaţii referitoare la realizările din ultimii trei ani, pe baza cărora se va determina ritmul mediu anual, calculat din mărimile relative ale dinamicii cu baza în lanţ, folosind în acest sens media geometrică (fig.nr.28)

[1] Colasse B. – Gestion financière de l'entreprise, PUF, Paris, 1989, p.232.

Scanned with OKEN Scanner

Fig.nr.28 Previzionarea bugetului activităţii de trezorerie pe baza ritmului mediu anual

Explicaţii:	Nr. rând	Nivele înregistrate în anii:			Mărimi relative cu baza în lanţ:		Ritm mediu anual $\sqrt{col.06 \times col.07}$	Prevederi anul N (col.08 x col.05)
		N – 3	N – 2	N - 1	$\frac{N-2}{N-3}$	$\frac{N-1}{N-2}$		
01	02	03	04	05	06	07	08	0
+ Cifra de afaceri	01							

Dacă în metodologia prezentată se face abstracţie de defalcarea indicatorilor pe trimestre şi pe luni, nu înseamnă că procedeul nu s-ar putea aplica şi-n asemenea variante.

- *Metoda termenelor de plată a datoriilor şi de încasare a creanţelor.* Această metodă, care există în mai multe variante, se bazează pe o analiză temporală a ciclului de exploatare.

Nevoile financiare ale ciclului de exploatare rezultă din decalajul dintre încasările şi plăţile legate de diferite operaţii (aprovizionare, stocare, producţie, vânzare) urmărindu-se evidenţierea decalajului permanent dintre acestea, la care întreprinderea trebuie să facă faţă.

Schematizând metoda, considerăm o întreprindere care cumpără bunuri pe credit şi beneficiază de un interval de timp pentru a efectua plăţile sub formă de credit-furnizori (fig.nr.29):

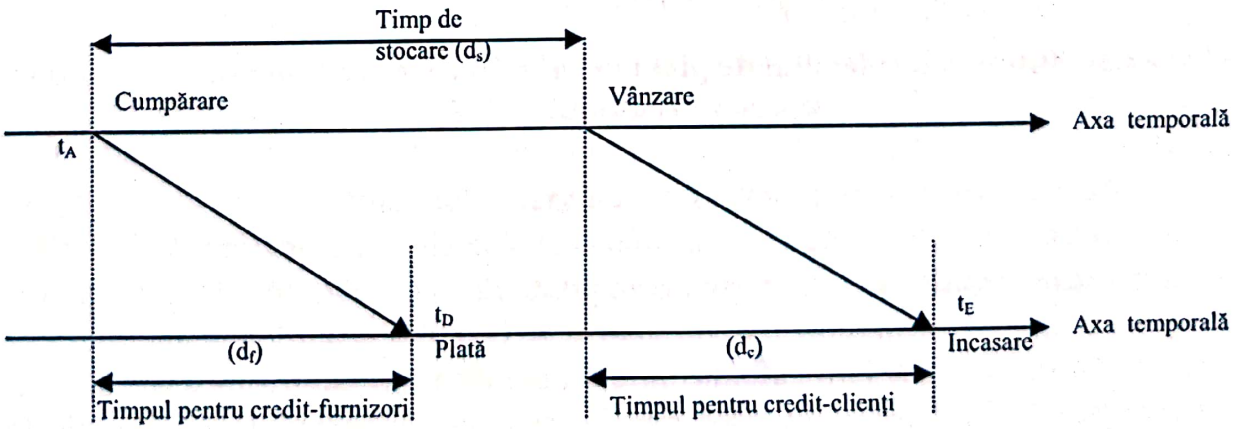


Fig.nr.29 Reprezentarea grafică a metodei termenelor de plată şi de încasare

unde: - d_s este intervalul de timp de stocare
- d_c este intervalul de timp reprezentat de creditul „clienţi”
- d_f este intervalul de timp reprezentat de creditul „furnizori”.

Scanned with OKEN Scanner

Conform schemei prezentate, întreprinderea va putea procura în momentul t_s, mijloace băneşti care îi vor permite să-şi plătească achiziţiile însă nu va beneficia de aceste mijloace decât atunci când clienţii îşi vor achita datoriile la momentul (t_E). Fiecare dintre ciclurile de exploatare vor crea aceeaşi nevoie de finanţare, nevoie care poate fi măsurată în zile, prin însumarea algebrică a intervalului de timp pentru plăţi (pentru credit clienţi şi credit furnizori), în mod concret la intervalul de vânzare al stocurilor se adaugă intervalul de încasare a creanţelor de către clienţi şi se scade intervalul de timp de plată a datoriilor către furnizori.

Sunt cazuri când în aceste cicluri se degajă resurse, de exemplu: o societate care exploatează suprafeţe imense (super sau hyperpieţe) şi la care clienţii plătesc în numerar, iar firma respectivă beneficiază de un interval de timp pentru a-şi plăti datoriile (credit-furnizori) superior celui pentru încasarea stocurilor vândute (credit-clienţi) (fig.nr.30).

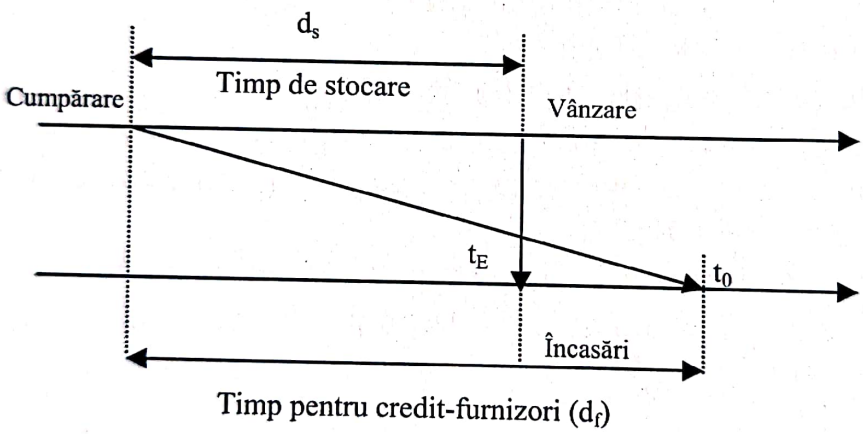


Fig.nr.30 Situarea termenului de plată în cazul în care creditul „furnizor" este superior creditului „clienţi"

Această metodă prezintă o serie de inconveniente:

- presupune calculul a numeroase intervale de timp pentru încasări şi plăţi după care trebuie să se intervină prin ponderări, iar semnificaţia este rareori evidentă;
- se mărgineşte doar la a calcula intervalele de timp pentru încasări şi plăţi „ex post", fiind necesară apoi rectificarea acestor intervale în funcţie de contextul viitor al gestiunii stocurilor, al gestiunii creditelor clienţi şi al gestiunii creditului furnizori (unul se poate majora, iar altul se poate reduce). Pentru a fi eficace, metoda trebuie deci să încorporeze ipoteze decizionale, respectiv norme, deci ea prezintă un caracter *normativ*.
- metoda nu face decât să determine nevoile financiare ciclice ale

Scanned with OKEN Scanner

întreprinderii, însă acestea nu constituie decât o parte din nevoile firmei ignorându-se nevoile financiare pe termen scurt, în concluzie ea măsoară de fapt o nevoie minimă.

Această metodă nu se aplică decât întreprinderilor în care activitatea se desfăşoară în mod regulat, pe tot parcursul anului, fiind neaplicabilă pentru cazul întreprinderilor sezoniere.

Un buget de trezorerie este o situaţie financiară detaliată (în general lună de lună) cu informaţii privind încasările (vânzările) şi cheltuielile (costurile) întreprinderii, privind atât exploatarea cât şi investiţiile şi alte activităţi.

Utilitatea bugetului de trezorerie este direct legată de calitatea informaţiilor care sunt înscrise în situaţiile financiare. Atunci când societatea dispune de un sistem complet de bugete, previziunile vânzărilor şi cheltuielilor înscrise în bugetul de trezorerie derivă în previziunile înscrise în bugetul de exploatare şi bugetul de investiţii.

În ipoteza contrară, dacă întreprinderea nu are un sistem de bugetare sau acesta este incomplet, trezorierul trebuie să colecteze el însuşi informaţiile care îi sunt necesare iar pentru a-şi menţine coerenţa el trebuie să delimiteze pe de o parte, încasările şi plăţile din exploatare şi pe de altă parte, vânzările şi cheltuielile în afara exploatării.

Calculul ecarturilor lunare, cumulate între încasări şi plăţi reflectă evoluţia previzională a trezoreriei. Dacă aceste ecarturi sunt negative iar deficitele sunt mari şi de durată, atunci firma va trebui să aleagă între o consolidare a fondului de rulment sau o folosire a creditului bancar.

Dacă ecarturile sunt pozitive (excedente), întreprinderea va studia diferitele tipuri posibile de utilizare a acestor excedente: plasament, termene de plată mai lungi acordate clienţilor sau plăţi mai rapide în favoarea furnizorilor, pentru a reduce fondul de rulment. Exemplificăm întocmirea bugetului activităţii de trezorerie la o firmă, considerând următoarele elemente:

S.C. „Metal SA" dispune pentru fundamentarea indicatorilor pe primele trei lunii ale exerciţiului 200 (N) de următoarele informaţii:

- firma a realizat următoarele vânzări în ultimele luni ale anului 200 (N-1): octombrie (600.000 UM); noiembrie (700.000 UM); decembrie (800.000 UM);
- previziunile de vânzări pentru primele patru luni ale anului 200 (N) sunt următoarele: ianuarie (300.000 UM); februarie (400.000 UM); martie (400.000 UM); aprilie (600.000 UM);
- 25% din vânzări sunt în numerar, restul pe credit;

Scanned with OKEN Scanner

- clienţii care beneficiază de un credit, au următoarea variantă de rambursare: 60% la 30 zile de la sfârşitul lunii; 30% la 60 zile de la sfârşitul lunii şi 10% la 90 de zile de la sfârşitul lunii;
- costul de aprovizionare a bunurilor reprezintă 80% din vânzări; ea efectuează achiziţiile sale plătind un avans în prima lună şi apoi respectând condiţiile mai sus enunţate;
- previziunile privind cheltuielile de personal sunt următoarele: 60.000 U.M. în ianuarie, 80.000 U.M. în februarie şi 100.000 U.M. în martie;
- ea plăteşte în fiecare lună 4.000 UM din chirie şi va vărsa 30.000 UM din dobânzi în martie;
- la sfârşitul lui 200 (N-1) (decembrie), disponibilităţile sale (casa şi banca) au crescut la 200.000 UM, managerii societăţii considerând că această valoare corespunde unui minim indispensabil.

Acest exemplu nu presupune previziuni ale încasărilor şi plăţilor din exploatare; în practică, trebuie în egală măsură, să se ţină cont de încasările şi cheltuielile din afara exploatării.

Previziunea încasărilor din exploatare presupune în special, previziuni asupra încasărilor din vânzări. Este vorba aşadar de baza unei previziuni ale vânzărilor lunare stabilită de serviciile comerciale, care se pot măsura dar trebuie să se ţină cont de ritmul de plată al clienţilor (respectarea termenelor de plată).

Studiul modului în care clienţii plătesc aparţine serviciilor financiar şi contabil şi constă într-o explorare statistică a unui fişier credit-clienţi.

În cazul societăţii „Metal" SA modalităţile de plată pentru vânzări în luna *m*, pe care trebuie să o respecte clienţii este următoarea: 25% în cursul lunii "*m*" însăşi, 45% (60% din vânzările pe credit) în cursul lunii „*m+1*"; 22,5% în luna „*m+2*" şi 7,5% în luna „*m+3*". Previziunea încasărilor din vânzări este prezentată în figura nr.31.

Încasările din vânzările realizate pe parcursul lunilor ianuarie, februarie şi martie au crescut de la 637,5 la 467,5 şi respectiv 407,5; rămâne de încasat o sumă de 442,5 care va apare în bilanţ la postul de activ „creanţe", aşa cum este stabilit acesta la sfârşitul lunii martie.

Scanned with OKEN Scanner

Vânzări lunare	Încasări din vânzări lunare							Creanțe la sfârșitul lunii martie (III-N)
	Valoare	X (N-1)	XI (N-1)	XII (N-1)	I (N)	II (N)	III (N)	
a) Deja realizate								
Octombrie	600	150	270	135	45			
Noiembrie	700		175	315	157,5	52,5		
Decembrie	800			200	360	180	60	
b) Prevăzute								
Ianuarie	300				75	135	67,5	22,5
Februarie	400					100	180	120
Martie	400						100	300
TOTAL	3.200	150	445	650	637,5	467,5	407,5	442,5

Fig.nr.31 Previziunea încasărilor din vânzări la SC „Metal" SA

Câteva observații:

- în practică, trebuie să se țină cont că un anumit număr de clienți nu plătesc la timp, nerespectând termenele contractuale; în consecință, este prudent să se țină cont în bugetul de trezorerie de această realitate, prin prisma nivelului de previziune asupra încasărilor;

- noțiunea de plată în numerar (cash) este relativă; a fi plătit în numerar nu înseamnă că imediat ai parte de disponibilitatea fondurilor. Dacă plata este efectuată în numerar, în același moment cu vânzarea, societatea dispune imediat de fonduri; în caz contrar, dacă plata este efectuată pe baza de *cec*, acesta trebuie remis băncii unde are deschis contul principal societatea, numai că în caz, circuitul acesta durează mai multe zile. În sfârșit, în ipoteza unei plăți pe baza livrării facturii, trebuie urmărite: primirea, controlul și înregistrarea facturii de către client, care astfel va emite un cec, ce va fi contabilizat și transmis băncii agentului economic; există posibilitatea ca între momentul vânzării propriu-zise și cel în care societatea va dispune de fonduri să treacă 15 zile, până la o lună;

- vânzările de bunuri (mărfuri) și de produse pot ajuta vânzările de subproduse și de rebuturi care sunt adesea la originea resurselor de trezorerie nonneglijabile și deci trebuie în mod evident să se țină cont de acest aspect în elaborarea bugetului de trezorerie.

Previziunea plăților din exploatare corespund diferitelor rubrici de cheltuieli plătibile: materii prime, materiale, energie, alte cheltuieli externe, cheltuieli cu personalul, impozite și taxe, cheltuieli financiare... Nu se va ține

Scanned with OKEN Scanner

cont de nivelul amortizărilor în elaborarea bugetului, deoarece amortizarea exprimă o cheltuială reală, dar neplătibilă.

Cheltuieli efectuate cu ocazia aprovizionărilor decurg din previziunile cu cumpărările, dar trebuie să se ţină cont de termenele de plată acordate de către furnizori.

Cel mai adesea, previziunile cu achiziţiile de materii prime, de mărfuri, de furnituri diverse se bazează pe previziunile vânzărilor sau ale producţiei, cu un decalaj datorat condiţiilor de stocare.

Astfel, previziunile de achiziţii de la SC „Metal" se sprijină pe previziunile de vânzări; cumpărările au fost efectuate cu o lună în avans la o proporţie de 80% din vânzările planificate (vezi fig.32).

Informaţii previzionale	Luni			
	Ianuarie	Februarie	Martie	Aprilie
Previziuni ale vânzărilor	300	400	400	600
Cheltuieli de aprovizionare prealabile	320	320	480	

Fig.nr.32 Previziunea aprovizionărilor

Cheltuieli de personal

Previziunile pentru această categorie de cheltuieli se sprijină adesea pe valoarea acestora aşa cum apare în contul de rezultate al ultimului exerciţiu. Această sumă este corijată în funcţie de creşterea prevăzută şi apoi este repartizată pe 12 luni. Această repartizare nu este în mod necesar uniformă pentru că se ţine cont de măsura în care cheltuielile de personal sunt dependente de volumul de activitate lunar; în această ipoteză, previziunile lunare ale cheltuielilor pot fi diferite.

Alte cheltuieli. Previziunea acestor cheltuieli concretizate în principal în impozite, taxe şi vărsăminte asimilate se bazează pe valorile ultimului cont de rezultat, revizuite în funcţie de ipotezele de activitate pentru exerciţiul studiat. Valoarea lor previzională anuală este apoi repartizată în mod uniform pe parcursul celor 12 luni ale exerciţiului sau în mod diferenţiat, atunci când este vorba de cheltuieli semi-variabile. Este de remarcat faptul că numeroase cheltuieli sunt plătite în luna următoare celei în care ele au fost angajate.

În ceea ce priveşte dobânzile de plătit pentru împrumuturile pe termen lung şi mediu contractate de către întreprindere, înscrierea lor în bugetul de

Scanned with OKEN Scanner

trezorerie se face funcţie de data scadenţei fixată prin contract. Includerea în bugetul de trezorerie a titlurilor de scont şi a dobânzilor la descoperirile de cont este mai dificilă în condiţiile în care întreprinderea nu le are indicate foarte precis la debutul exerciţiului.

Regularizarea TVA-ului - incidenţa asupra trezoreriei întreprinderii. Incidenţa TVA-ului asupra trezoreriei se manifestă prin *condiţiile de exigibilitate şi de plată* ale acestuia.

Elaborarea bugetului de trezorerie

În *coloane* – apare orizontul de previziune (3, 6 sau 12 luni) în perioade elementare care pot fi în luni, 15 zile sau o săptămână. Aceasta se face în funcţie de data de scadenţă ataşate încasărilor şi plăţilor într-o perioadă determinată. Această structurare trebuie făcută cu prudenţă: dacă, de exemplu, luna calendaristică este perioada aleasă şi dacă plata furnizorilor se face pe data de 5 ale fiecărei luni, este preferabilă „legarea" acestei operaţiuni de previziunea pentru luna precedentă.

Pe *linii* – apar plăţile şi încasările care sunt, în mod general, împărţite în două categorii: cele legate de exploatare şi cele în afara exploatării, dependente de politica de investiţii şi de finanţare a întreprinderii. Astfel, bugetul de trezorerie al SC Metal pentru primele 3 luni ale anului 200 (N), este prezentat în fig.nr.33. Acest buget determină apariţia unor excedente pentru cele 3 luni considerate dacă se ia în considerare un minim disponibil, aceste excedente sunt de: 253.500 UM, 317.000 UM şi 110.500 UM. Aşadar, managerii societăţii Metal trebuie să decidă asupra împrumuturilor ce vor fi contractate, pentru a le permite acoperirea deficitelor. Vom examina acest aspect în capitolul următor destinat gestiunii trezoreriei în funcţie de posibilităţile de plasament. Ansamblul deciziilor care sunt luate în acest domeniu, pentru a echilibra bugetul său, constituie *planul de trezorerie*, în sens restrâns / limitat.

Scanned with OKEN Scanner

	Ianuarie	Februarie	Martie
Sold inițial **(I)**	200.000	453.500	517.000
Încasări din exploatare **(II)**	637.500	467.500	407.500
Plăți din exploatare			
- Cumpărări	320.000	320.000	480.000
- Cheltuieli de personal	60.000	80.000	100.000
- Chirii	4.000	4.000	4.000
- Dobânzi			30.000
Total **(III)**	384.000	404.000	614.000
Diferență lunar (II – III)	253.500	63.500	-206.500
Diferență cumulat (I) + (II) – (III)	453.500	517.000	310.500

Fig.nr.33 Bugetul de trezorerie al SC Metal SA

Previziunile înscrise în bugetul de trezorerie, pentru că este vorba de previziuni, sunt afectate de un grad mai mic sau mai mare de incertitudine. De aici, rezultă o permanentă căutare a unor metode care să permită studierea consecințelor posibile ale ecartului prin raportare la previziunea vânzărilor, aprovizionărilor sau a plăților.

- *Metoda bugetelor flexibile* – este o metodă foarte cunoscută în materie de control bugetar. Nu este viabilă doar pentru bugetul de trezorerie, ci pentru toate bugetele elementare. Ea constă în stabilirea fiecărui buget în funcție de mai multe ipoteze privind activitatea şi studierea sensibilității soldului de trezorerie la variațiile activității. Se reține, cel mai adesea, 3 ipoteze: una *optimistă*, una *medie* şi una *pesimistă*.

Vom admite, de exemplu, că SC Metal îşi elaborează bugetul de trezorerie pe baza estimărilor previziunilor de vânzări viabile la 10%; se pot construi alte două bugete: unul bazat pe ipoteza pesimistă (corespunzătoare unei previziuni a vânzărilor cu 10% mai puțin decât ceea ce era inițial estimat) şi unul bazat pe ipoteza optimistă (corespunzătoare unei previziuni a vânzărilor cu 10% mai mult decât ceea ce s-a stabilit inițial).

- *Bugetul de trezorerie probabilistic* – o metodă mai ambițioasă decât precedenta, dar care constă în determinarea soldului fiecărei luni în funcție de nivelul probabil al mai multor variabile (de exemplu – vânzările sau marja asupra costurilor de achiziție pentru o întreprindere ce desfăşoară activitate cu caracter comercial), definite ca variabile aleatoare. Acest sold devine el însuşi o variabilă aleatoare pe baza căruia se poate determina speranța matematică şi ecartul tip. Se determină raportul ecart tip / speranță, obținându-se o evaluare a dispersiei relative şi a riscului.

Scanned with OKEN Scanner

Deşi, în principiu, această metodă este simplă, ea pune serioase probleme de aplicare. Principalele probleme sunt de natură statistică respectiv:

- ce variabile alese sunt susceptibile în a determina fluctuaţii şi perturbări asupra echilibrului bugetului?
- contează mult experienţa responsabilului cu elaborarea bugetului în domeniul vânzărilor sau al marjei aplicabile costurilor de achiziţie.
- ce probabilităţi vor fi atribuite valorilor variabilelor?
- este fără îndoială faptul că aceste probabilităţi fac referire la trecut şi pot fi subiective. Această metodă pune, de asemenea, probleme de calcul, dar utilizarea informaticii permite rezolvarea unor astfel de probleme.

- *Bugetul de trezorerie simulat* – anumite societăţi realizează simulări ale trezoreriei. Procedura constă în respectarea următoarelor etape de parcurs:

a) determinarea, pentru fiecare rubrică a veniturilor sau a cheltuielilor din buget pe baza a 3 valori: una minimă (pesimistă), o valoare medie şi una maximă (optimistă);

b) producerea, în funcţie de aceste 3 valori şi în conformitate cu *metoda Monte-Carlo*, a unor valori la întâmplare pentru rubricile corespunzătoare;

c) calcularea pentru fiecare serie de valori luate la întâmplare a unui ecart de trezorerie.

Această metodă, raportată la precedenta, prezintă marele avantaj că nu impune stabilirea unor probabilităţi a priori şi permite efectuarea unei analize statistice a ecartului de trezorerie. După o anumită simulare, se pot determina mediile şi ecarturile – tip ale diferitelor variabile ale bugetului şi, de asemenea, determinarea unui interval de încredere la 90% sau 95% iar reprezentarea grafică a evoluţiei în timp a acestui interval permite controlul realizărilor. Această metodă, care presupune un bun sistem informatic, este bine adaptată la întreprinderile în care trezoreria este afectată de numeroşi factori de incertitudine.

- *Metoda bilanţurilor previzionale*

Întreprinderea care dispune de un sistem de bugetare complet, după ce şi-a stabilit bugetul de trezorerie şi contul său de exploatare general previzionate, poate uşor să-şi construiască un bilanţ previzional; ea poate, de asemenea, să-şi construiască bilanţuri previzionale la sfârşitul exerciţiului sau situaţii trimestriale sau lunare. În toate cazurile, societatea care nu are un sistem de bugetare poate să plece de la un bilanţ al societăţii şi în funcţie de contul de exploatare general previzionat, să-şi elaboreze un bilanţ previzional.

Scanned with OKEN Scanner

Aplicație

Fie o întreprindere industrială în care bilanțul de la începutul exercițiului se prezintă astfel:

Imobilizări	3.000		Capitaluri proprii	1.500
- Amortizări	2.000	1.000	Datorii financiare	860
Stocuri de materii prime		500	Furnizori	240
Stocuri în curs		200	Alte datorii	250
Stocuri de produse finite		400		
Clienți		420		
Disponibilități		330		
		$\sum$ = 2.850		$\sum$ = 2.850

Vânzările exercițiului precedent au crescut la 2.000 U.M. şi managerii au elaborat un cont de exploatare previzional în funcție de obiectivul de vânzări de 2.400 U.M.. Contul de exploatare se prezintă astfel, ținând cont de o progresie de 20%.

Aprovizionări	1.000	Vânzări	2400
Variații ale stocului de materii prime	100	Producție stocată	
Cheltuieli de personal	670	- în curs	40
Alte cheltuieli	400	- produse finite	80
Cheltuieli cu amortizări	200		
Profit din exploatare	150		
	2.520		2.520

S-a avut în vedere o mai bună gestiune a stocului de materii prime, care a determinat reducerea la 400 U.M., însă, stocurile în curs de fabricație şi cele de produse finite au urmat progresia cu 20% a cifrei de afaceri.

Termenele de plată acordate clienților nu s-au schimat; raportate la vânzări, creanțele aferente creditelor-clienți reprezintă aproximativ 21% din vânzări (420/2000), ceea ce corespunde la 76 zile de creditare (60 zile de la sfârşitul lunii). Şi dacă acest interval rămâne neschimat, termenele de încasare a vânzărilor rămâne grosso modo la 2400 x 0,79 = 1.896 U.M. şi valoarea creanțelor la sfârşitul exercițiului de 2400 – 1896 = 504 (presupunând că toate creanțele de la începutul exercițiului sunt în mod normal recuperate).

Termenele de plată acordate de furnizori întreprinderii (credite-furnizori) nu s-au schimbat; ele sunt în medie de 105 zile (90 de zile de la

Scanned with OKEN Scanner

sfârşitul lunii). În funcţie de previziunea aprovizionărilor care figurează în contul de exploatare, datoriile către furnizori la sfârşitul exerciţiului (presupunând că datoriile de la începutul exerciţiului financiar sunt, în mod integral achitate) vor fi de: $1000x\frac{105}{360} = 292$ U.M. şi plăţile corespondente pe parcursul exerciţiului de 1.000 – 292 = 708 U.M..

Cheltuielile de personal vor fi plătite pe parcursul anului, la fel ca şi celelalte categorii de cheltuieli.

Se poate stabili acum un tabel previzional al variaţiilor încasărilor.

I.	Încasări iniţiale (Disponibilităţi)		
II.	Intrări		
	Incasări din creanţe iniţiale		
	Plăţi din vânzările exerciţiului		
III.	Ieşiri		
	Plata datoriilor către furnizorii iniţiali	240	
	Plăţi pentru aprovizionările exerciţiului	708	
	Plăţi sub formă de cheltuieli de personal şi alte cheltuieli	1.070	
IV.	Încasări finale (I + II – III)		628

În final, se obţine următorul bilanţ previzional

Imobilizări brute	3.000		Capitaluri proprii	1.500
- Amortizări	2.200	800	Datorii financiare	860
Stocuri de materii prime		400	Furnizori	292
Stocuri în curs		240	Alte datorii	325
Stocuri de produse finite		480	Profit net	75
Clienţi		504		
Disponibilităţi		628		
		3.052		3.052

Am presupus că valoarea altor datorii nu s-a schimbat şi că s-a determinat un raport calculat prin aplicarea unei cote de 50% pe beneficiul din exploatare previzionat. Beneficiul net (după impozit) este de 75 U.M.

Calculând fondul de rulment, necesarul de fond de rulment şi trezoreria netă la sfârşitul şi începutul exerciţiului financiar (beneficiul se presupune a fi trecut pe rezerve), se obţine:

Scanned with OKEN Scanner

Relaţia de echilibru financiar	La începutul perioadei (constatat)	La sfârşitul perioadei (prevăzut)	Variaţii
FR	1.360	1.635	275
- NFR	+ 1.030	+ 1.007	- 23
TN (excedent)	330	628	298

Ameliorarea trezoreriei se explică printr-o întâlnire a fondului de rulment prin autofinanţare (amortizări + beneficiu trecut pe rezerve = 275 U.M.) şi o reducere a NFR. Această reducere a NFR se poate analiza astfel:

Reducere a stocului de materii prime	- 100
Creşterea stocului în curs	+ 40
Creşterea stocului de produse finite	+ 80
Creşterea creanţelor provenite din	+ 84
Credite-Clienţi	+ 104
Creşterea datoriilor faţă de furnizori	- 52
Creşterea altor datorii (impozite de plată)	- 75
	- 23

9.2.3. Întocmirea planului zilnic de încasări şi plăţi

Modelul de buget de trezorerie pe care agenţii economici din ţara noastră au obligaţia de a-l întocmi, impune ca indicatorii să fie stabiliţi pe întregul an, cu defalcarea pe trimestre, fapt ce nu corespunde unor exigenţe impuse de gestiunea operativă „de zi cu zi" a încasărilor şi plăţilor. De aceea indicatorii trimestriali ai acestuia trebuie, mai întâi, defalcaţi pe luni, apoi pe fiecare zi din cadrul lunii. Documentul care răspunde unei asemenea exigenţe este *Planul zilnic de încasări şi plăţi*.

Elaborarea bugetului anual al trezoreriei defalcat pe trimestre, este rezultanta, sub forma fluxurilor băneşti, a previziunilor efectuate de firmă cu privire la politica comercială, la politica de producţie şi de aprovizionare, la politica de personal şi a salariilor, la politica de investiţii pe termen lung, etc.

Dacă bugetul anual caută să echilibreze pe trimestre încasările cu plăţile, la costul cel mai mic al resurselor suplimentare necesare, planul zilnic caută să facă acelaşi lucru mai întâi pe fiecare lună din trimestru, apoi pe fiecare din zilele lunii.

Elaborarea Planului zilnic al trezoreriei poate fi considerată şi o

Scanned with OKEN Scanner

modalitate de acţiune, specifică factorului de decizie financiară, de a investiga realităţile şi de a interveni operativ în modul de concepţie şi desfăşurare a activităţii, adică în derularea proceselor de aprovizionare, fabricaţie şi desfacere, în scopul utilizării la nivele optime a tuturor factorilor de producţie. Planul permite verificarea, pe fiecare operaţiune şi în fiecare moment, a modului cum se realizează echilibrul financiar şi prin aceasta a condiţiei de bază pentru utilizarea cât mai eficientă a resurselor. Planul favorizează, de asemenea, relevarea momentelor dificile, ce sunt posibile să apară în cursul zilelor lunii, în ceea ce priveşte păstrarea armoniei dintre încasări şi plăţi, permiţând iniţierea, în timp util, a măsurilor adecvate.

Informaţiile trimestriale referitoare la fluxurile de trezorerie se preiau din bugetul activităţii de trezorerie, apoi acestea sunt defalcate pe fiecare lună din cadrul trimestrului, prin utilizarea unor procedee adecvate.

Analiza amănunţită atât a încasărilor cât şi a plăţilor, din cadrul fiecărei luni, pune în evidenţă marea varietate a lor, atât în ceea ce priveşte dimensiunile cât şi în ceea ce priveşte frecvenţa cu care se derulează. Unele încasări şi mai ales plăţi au dimensiuni relativ constante, sau prezintă mărimi ce pot fi stabilite cu uşurinţă. De asemenea unele au termene fixe, iar altele au caracter variabil, cu termene aleatorii determinate de evenimente anterioare. Unele fluxuri de intrare şi ieşire au o frecvenţă mare, în timp ce altele au loc la intervale mai lungi de timp.

Cu toată marea varietate a fluxurilor de încasări şi plăţi, acestea se pot totuşi sistematiza în două grupe relativ omogene fiecăreia urmând a i se aplica o anumită politică de gestiune:

a) – fluxuri de valori aproximativ fixe şi la termene relativ constante;

b) – fluxuri în sume variabile şi la termene aleatorii.

Prima grupă are, de regulă, o frecvenţă foarte mică, desfăşurându-se o dată sau de cel mult trei ori pe lună. Este vorba aici de plăţi ce privesc: drepturile băneşti ale personalului, obligaţii către fondurile publice de resurse financiare, rambursarea ratelor scadente la împrumuturi contractate şi a dobânzilor aferente, etc., precum şi de încasări care reprezintă: chirii, dobânzi, tarife pentru „service", etc.

A doua grupă are, de regulă, o frecvenţă foarte mare, chiar zilnică, fiind vorba, în acest caz, de încasări din vânzarea bunurilor, lucrărilor şi serviciilor, precum şi de plăţi către furnizorii de valori materiale şi servicii necesare desfăşurării activităţii firmei.

Scanned with OKEN Scanner

În ceea ce priveşte ordonarea pe zile a fluxurilor din prima categorie nu apar dificultăţi, întrucât se cunosc cu anticipaţie atât ziua cât şi mărimea sumei respective.

A doua grupă de fluxuri este foarte greu de previzionat în derularea acestora pe fiecare din zilele lunii. Previzionarea modului de derulare pe zile a fluxurilor din cea de-a doua categorie este o operaţiune cu mult mai complexă, deoarece evoluţia plăţilor către furnizori şi a încasărilor de la clienţi depinde de acţiunea – nu de puţine ori contradictorie – a unei multitudini de operaţiuni anterioare.

Încasările de la clienţi şi plăţile către furnizorii de stocuri, la rândul lor, se pot ordona şi ele în două subgrupe în funcţie de modalitatea de plată:

- pe credit, cu precizarea termenului de decontare;
- cu plata imediată.

Prima subgrupă se aseamănă cu fluxurile prezentate mai înainte ca făcând parte din grupa nominalizată cu litera „a" şi se tratează în mod asemănător întrucât sunt cunoscute, cu relativă exactitate, atât mărimea cât şi scadenţa lor. Ca atare, probleme mai dificile se vor ivi în cazul celei de-a doua subgrupe, la care decontările se fac imediat ce beneficiarul primeşte bunul care face obiectul plăţii. Problema este de a se estima evoluţia – foarte probabilă – a încasărilor pe zilele lunii ce urmează.

Cu toate că plăţile şi încasările sunt determinate – imediat şi nemijlocit – de factori diferiţi, totuşi impulsul de iniţiere, atât a unora cât şi a altora, îl constituie „fabricaţia". Procesul de fabricaţie asigură produsele ce se vor livra clienţilor conform prevederilor contractuale – livrări ce vor condiţiona dimensiunile şi frecvenţa încasărilor. În acelaşi timp, dimensiunile producţiei influenţează parametrii procesului de aprovizionare şi, prin aceasta, mărimea şi frecvenţa plăţilor către furnizori. De aceea se impune abordarea distinctă atât a încasărilor cât şi a plăţilor cu plata imediată. Încasările cu plata imediată, din partea clienţilor, au ca punct de sprijin prevederile contractelor încheiate cu clienţii. Prin urmare, se întocmeşte mai întâi o situaţie a contractelor de livrare cu încasarea imediată, cu aşezarea acestora pe zilele lunii la care se referă graficul zilnic al trezoreriei. Între livrare, pe de o parte şi încasarea ei, pe de altă parte, se interpune un interval de lungime variabilă alcătuit din: durata transportului până la beneficiar; durata recepţiei şi emiterii documentului de plată; timpul necesar depunerii la bancă a instrumentului de plată folosit de către client şi a apariţiei sumei în contul de disponibilităţi al furnizorului. Dacă ultimele două operaţiuni pot fi determinate cu o anumită exactitate, durata transportului poate fi determinată doar ca timp mediu calculat pe baza unor livrări anterioare. Pornind de la momentul programat al livrării şi adăugând

Scanned with OKEN Scanner

intervalele arătate mai înainte se poate aprecia cu destulă precizie ziua încasării. Încasările prevăzute pentru primele zile ale lunii de plan sunt determinate de livrările din luna anterioară. În felul acesta se ține seama de defazarea factorilor determinați anterior, deoarece livrările previzionate pentru ultimele zile ale lunii se vor transforma în încasări în luna următoare, adică vor apărea în alt plan al trezoreriei.

Plățile imediate către furnizori, după primirea şi recepția bunurilor, se vor ordona în plan după aceleaşi raționamente ca şi în cazul încasărilor.

Coordonarea dispunerii în timp, pe fiecare zi a lunii, a tuturor tipurilor de fluxuri de trezorerie ce reflectă încasări şi plți, precum şi luarea în considerare a trezoreriei minime, va permite determinarea, cu suficientă precizie, a zilei în care firma va înregistra deficit sau excedent de trezorerie.

Se cuvine să menționăm că un asemenea instrument, numit *Planul zilnic al trezoreriei deşi este foarte necesar şi util pentru orice firmă, nu şi-a găsit încă locul printre instrumente şi modalitățile de gestionare operativă a resurselor de trezorerie* (fig.nr.34).

Scanned with OKEN Scanner

Figura nr.34 Planul zilnic al încasărilor şi plăţilor previzionate pe luna.....

Explicaţii: (Solduri iniţiale, încasări şi plăţi zilnice şi solduri finale)	Încasări:			Plăţi:					Situaţia trezoreriei		OBS
	Din vânzarea bunurilor, lucrărilor şi serviciilor	Din alte surse	Total	Pentru aprovi-zionări	Către personal	Către stat	Alte plăţi	Total	Excedent	Deficit	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Sold iniţial creanţe/ datorii											
Sold iniţial disponibilităţi băneşti											
Sold iniţial al efectelor de comerţ											
1											
2											
3											
. . . .											
30											
31											
Total rulaj al încasărilor şi plăţilor											
Sold final creanţe/ datorii											
Sold final al efectelor de comerţ											
Sold final al disponibilităţilor băneşti											

9.3. Excedentul şi deficitul de trezorerie

În urma operaţiunii de previziune, atât a încasărilor cât şi a plăţilor din fiecare lună a anului de plan, se procedează la compararea celor două categorii de fluxuri, după ce încasările primei luni se majorează cu soldul conturilor de disponibilităţi. În urma comparaţiei putând rezulta fie deficit fie excedent de trezorerie, cărora trebuie să li se aplice tehnici de gestiune adecvate.

În cazul în care rezultă *deficit de trezorerie*, tratamentul acestuia presupune două categorii de acţiuni, derulate în două etape. *În prima etapă* se

Scanned with OKEN Scanner

acţionează, prin măsuri adecvate, în direcţia diminuării deficitului. Asemenea măsuri putând viza: reducerea volumului şi duratei creditului comercial acordat clientelei, dacă o asemenea acţiune nu afectează negativ volumul vânzărilor; solicitarea, dacă este posibil, unor avansuri de la clienţi; efectuarea de demersuri pe lângă furnizori în vederea obţinerii unor credite comerciale pentru intervale de timp mai lungi; renunţarea la efectuarea unor cheltuieli sau plăţi care n-au legătură directă cu activitatea de exploatare (de exemplu investiţii, plata dividendelor); vânzarea unor bunuri materiale, de natura imobilizărilor şi activelor circulante care depăşesc necesităţile reale şi alte operaţiuni care pot contribui la diminuarea deficitului, fără a apela la piaţa financiară.

În etapa a doua managerul – trezorier trebuie să arbitreze între trei modalităţi de acţiune, în funcţie de costul şi avantajele fiecăreia şi anume: să sconteze portofoliul de efecte de comerţ pe care-l deţine; să valorifice pe piaţa secundară valori mobiliare (dacă, bineînţeles firma deţine asemenea titluri); să contracteze un credit bancar pe termen scurt. Decizia se ia în urma unor calcule laborioase.

În situaţia în care se înregistrează *excedent de trezorerie*, se procedează tot în etape. Mai întâi se analizează proveniența lui. Acesta poate proveni fie dintr-un necesar de fond de rulment supradimensionat din care cauză s-au contractat datorii pe termen scurt fără o întrebuinţare imediată, fie dintr-o nevoie de fond de rulment mai mică, determinată de o scadenţă a plăţilor mult mai mare decât cea a încasărilor – cum este cazul firmelor specializate în comerţul cu amănuntul, care înregistrează în mod frecvent active de exploatare mai mari decât pasivele de exploatare, deoarece mărimea creditului comercial primit din partea furnizorilor este aproape întotdeauna superioară celui acordat clientelei şi pe această bază, activele de exploatare concretizate în creanţe vor deţine o pondere relativ mică, faţă de ponderea disponibilităţilor băneşti şi aceea a stocurilor. În primul caz se pune problema comparaţiei între costul datoriilor financiare şi randamentul plasamentelor pe termen scurt, deşi, în principiu, cele două categorii de operaţiuni nu sunt compatibile, deoarece nu se fac atrageri de capital pe termen lung pentru a fi plasate pe termen scurt. În cel de-al doilea caz, cu mult mai frecvent întâlnit, se urmăreşte un plasament de trezorerie, în titluri de valoare, cât mai rentabil, cât mai puţin riscant şi cu cea mai bună lichiditate.

Piaţa pune la dispoziţia deţinătorilor de lichidităţi o gamă largă de asemenea titluri, care diferă printr-o serie de caracteristici definitorii referitoare la riscul de neplată, riscul ratei dobânzii, riscul de lichiditate şi rata de rentabilitate estimată.

Scanned with OKEN Scanner

Riscul de neplată reflectă faptul că emitentul unui titlu de credit va fi incapabil să răscumpere titlul respectiv şi să plătească dobânda aferentă la scadenţă. În mod practic toate valorile mobiliare au un anumit risc de neplată, de aceea în ţările cu economie de piaţă există organisme specializate care fac clasificări a titlurilor de valoare ţinând seama de acest aspect. De regulă, firmele achiziţionează titluri de valoare pentru care riscul de neplată este minim, însă acestea aduc câştigul cel mai mic şi, deci, se înregistrează pierderi în privinţa rentabilităţii plasamentului.

Riscul ratei dobânzii desemnează situaţia în care pe durata de existenţă a unei valori mobiliare se asistă la schimbări substanţiale a ratelor dobânzii, care vor influenţa asupra preţului valorii mobiliare respective. Experienţa a demonstrat că valorile mobiliare pe termen lung au, de regulă, randamente mai mari decât cele pe termen scurt.

Riscul de lichiditate se referă la aceea că unele titluri de valoare se pot transforma, fără pierderi, în lichidităţi într-un termen scurt, pe când altora le trebuie un termen relativ lung pentru a se transforma în disponibilităţi băneşti fără pierderi. Tot în acest sens trebuie avut în vedere şi orizontul temporal pentru care se investesc fondurile, în sensul că trebuie să se urmărească ca perioada de maturare a valorilor mobiliare să fie cât mai apropiată de intervalul de timp în decursul căruia nu va fi nevoie de lichidităţi, adică firma să practice o politică de sincronizare (potrivire), numită generic politică de „hedging" sau de „matching".

Rata de rentabilitate a unei valori mobiliare este cu atât mai mare cu cât gradul de risc al ei este mai mare. Având în vedere că motivul deţinerii de titluri de valoare este acela de a proteja firma în cazul unor situaţii incerte şi al fluctuaţiilor intrărilor şi ieşirilor de disponibilităţi băneşti, înseamnă că strategia dominantă trebuie să fie aceea a recurgerii la alternativele cele mai puţin riscante, sacrificând, în acest fel, posibilitatea de câştig. În vederea optimizării plasamentelor, managerul – trezorier are în vedere condiţiile pe care le oferă piaţa de capital, piaţa financiară şi valutară. În general se pot face următoarele *categorii de plasamente de trezorerie*:

- plasamente monetare nenegociabile, caracterizate prin aceea că contractele de plasament nu pot fi vândute prin scontare, andosare sau negociere la bursă, ori prin intermediul altor forme ale pieţei secundare şi care se pot concretiza în depozite la termen, bonuri de casă, operaţiuni de răscumpărare etc.;
- plasamente monetare negociabile, prin intermediul unor instituţii specializate, concretizate în: certificate de depozit, bilete de trezorerie, bonuri de tezaur etc.;

Scanned with OKEN Scanner

- plasamente financiare pe termen mediu şi lung concretizate în: acţiuni, obligaţiuni, etc.

În principiu, cu cât un plasament se face pe termen mai lung, cu atât el este mai rentabil dar mai puţin lichid şi invers. Experienţa ţărilor cu economie de piaţă dezvoltată a demonstrat că achiziţionarea unor titluri emise de societăţi comerciale cu o foarte bună poziţie în bursă are cel mai mari şanse de a optimiza plasamentele de trezorerie. Acestea au o rentabilitate ridicată, un risc redus şi o lichiditate crescută prin negociabilitatea pe piaţa secundară a lor.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 10. REZULTATELE FINANCIARE ALE ÎNTREPRINDERII

10.1. Conținutul și structura rezultatelor financiare ale întreprinderii

În teoriile care se evocă obiectivul gestiunii financiare a întreprinderii, profitul este formulat, în mod explicit sau implicit, ca fiind scopul urmărit în orice activitate economică. Fiecare întreprindere trebuie nu doar să-și acopere cheltuielile din veniturile obținute, ci să realizeze și un venit net suficient să remunereze costul capitalului utilizat, să autofinanțeze propria dezvoltare și să participe la alimentarea bugetului statului.

Diferența dintre veniturile și cheltuielile unei firme semnifică rezultatele financiare ale acesteia. Funcție de compoziția și amploarea celor doi termeni, diferența exprimă diferite forme ale rezultatelor financiare ale întreprinderii.

Dacă avem în vedere cele trei grupe de activități dintr-o firmă, atunci rezultatele financiare se prezintă în următoarea structură:

Rezultat din exploatare = Venituri din exploatare - Cheltuieli din exploatare
Rezultat financiar = Venituri financiare - Cheltuieli financiare
Rezultat excepțional = Venituri excepționale - Cheltuieli excepționale

$$\text{Rezultatul exercițiului} = \sum \text{Venituri} - \sum \text{Cheltuieli}$$

Rezultatele financiare ale întreprinderii pot fi evidențiate și cu ajutorul soldurilor intermediare de gestiune. Tabloul soldurilor intermediare de gestiune cunoscut și sub denumirea de *cascada soldurilor intermediare de gestiune (S.I.G.)* aduce informații suplimentare pentru îmbunătățirea analizei financiare a rezultatelor.

Soldurile intermediare de gestiune, de fapt, palierele succesive în formarea rezultatului final. Construcția indicatorilor se realizează în cascadă, pornind de la cel mai cuprinzător (producția exercițiului + marja comercială) și încheind cu cel mai sintetic (rezultatul net al exercițiului).

În unele țări, stabilirea soldurilor intermediare de gestiune este obligatorie. În România, nu se prevede obligativitatea întocmirii unui document care să redea aceste solduri și nici nu au lăsat la dispoziția

Scanned with OKEN Scanner

întreprinderilor o astfel de opţiune. Totuşi, structura contului de profit şi pierdere, acceptată în ţara noastră, permite întocmirea soldurilor intermediare de gestiune, răspunzând nevoilor întreprinderilor în analiza performanţelor economico-financiare. Tabloul S.I.G. cuprinde următorii indicatori: marja comercială, producţia exerciţiului, valoarea adăugată, excedentul brut (sau insuficienţa brută) de exploatare, rezultatul exploatării (profit sau pierdere), rezultatul financiar rezultatul curent (profit sau pierdere), rezultatul net al exerciţiului (profit net sau pierdere). Informaţiile necesare constituirii acestui tablou provin din contul de rezultate; prezentat schematic în figura nr.35.

Fig. nr.35. Contul de rezultate al întreprinderii

<table>
<tr><th>CHELTUIELI</th><th>VENITURI</th></tr>
<tr><td>(-) Consumuri externe (de la terţi)
(-) Variaţia stocurilor materiale</td><td rowspan="11">(+) Vânzări (cifra de afaceri), la preţ de facturare, fără T.V.A.
(±) Producţia stocată (variaţia stocurilor), la cost complet
(+) Producţia imobilizată, la cost de producţie

(+) Subvenţii de exploatare

(+) Reluări asupra provizioanelor
(+) Alte venituri de exploatare

(+) Venituri financiare

(+) Venituri excepţionale</td></tr>
<tr><td>1(=) VALOAREA ADĂUGATĂ</td></tr>
<tr><td>(-) Salarii şi alte cheltuieli sociale
(-) Impozite, taxe, vărsăminte</td></tr>
<tr><td>2(=) E.B.E.</td></tr>
<tr><td>(-) Amortizări şi provizioane calculate
(-) Alte cheltuieli de exploatare</td></tr>
<tr><td>3(=) Profit din exploatare</td></tr>
<tr><td>(-) Cheltuieli financiare</td></tr>
<tr><td>4(=) Profit curent</td></tr>
<tr><td>(-) Cheltuieli excepţionale
(-) Participarea salariaţilor la profit
(-) Impozit pe profit</td></tr>
<tr><td>5(=) Profit net</td></tr>
</table>

Soldurile intermediare de gestiune propriu-zise sunt cinci la număr şi anume: valoarea adăugată, excedentul brut al exploatării, profit din exploatare, profit înainte de impozit, pofit net al exerciţiului. Însă în determinarea valorii adăugate intră două concepte importante: marja comercială şi producţia exerciţiului.

Marja comercială (adaos comercial) reprezintă excedentul vânzărilor de mărfuri în raport cu costul de cumpărare al acestora. Costul de cumpărare al

Scanned with OKEN Scanner

mărfurilor vândute (revândute) include preţul de cumpărare fără TVA majorat cu cheltuielile accesorii de cumpărare şi corectat cu variaţia stocurilor de mărfuri. Marja comercială vizează în exclusivitate întreprinderile comerciale sau numai activitatea comercială a întreprinderilor cu activitate mixtă (industrială şi comercială).

Fig.nr.36 Prezentarea cascadei S.I.G.[1]

Cost mărfuri cumpărate	Marja comercială (adaos comercial)	Producţia vândută	Producţia stocată	Producţia vândută

Marja comercială (adaos comercial)	Producţia exerciţiului	Alte venituri din exploatare

Consumuri de la terţi	Subvenţii de exploatare	Alte cheltuieli de exploatare	VALOARE ADĂUGATĂ (1)

Salarii şi cheltuieli sociale	Impozite şi taxe	EXCEDENTUL BRUT DE EXPLOATARE (EBE) (2)

Amortizare Provizioane	PROFIT DIN EXPLOATARE (3)

Rezultatul financiar Rezultatul excepţional	PROFIT ÎNAINTE DE IMPOZIT (4)

Impozit pe profit	Elemente extraordinare	PROFITUL NET AL EXERCIŢIULUI (5)

Activitatea comercială presupune cumpărarea şi revânzarea mărfurilor, mărfurile fiind considerate bunuri cumpărate pentru a fi revândute în aceeaşi stare.

Marja comercială este principalul indicator de apreciere a performanţelor unei activităţi comerciale. Dacă cifra de afaceri este un indicator de volum al activităţii, atunci mărimea adaosului comercial generat de cifra de afaceri, este indicatorul indispensabil în aprecierea gestiunii unei întreprinderi comerciale. Practica a demonstrat că două întreprinderi cu

[1] I.Stancu – Finanţe, Editura Economică, Bucureşti, 2002, p.806

Scanned with OKEN Scanner

activitate comercială pot realiza, cu aceeaşi cifră de afaceri, marje comerciale diferite. Mărimea marjei comerciale este un element care trebuie apreciat în funcţie de tipul politicii de vânzare promovată de întreprindere. De exemplu, marjele comerciale ridicate corespund, în general, întreprinderilor specializate în comerţ de lux sau comerţ tradiţional care asigură şi service după vânzare. Dimpotrivă, întreprinderile care dispun de suprafeţe comerciale mari şi practică metodele de vânzare prin autoservire, vor înregistra marje comerciale mai reduse.

Producţia exerciţiului este specifică activităţii industriale şi include valoarea bunurilor şi serviciilor „fabricate" de întreprindere pentru a fi vândute, stocate sau utilizate pentru nevoile proprii. Drept urmare, producţia exerciţiului va include trei elemente: producţia vândută, producţia stocată şi producţia imobilizată şi se diferenţiază de *cifra de afaceri*. Astfel, în întreprinderile cu activitate mixtă, cifra de afaceri evidenţiază vânzările de mărfuri şi producţia vândută, în timp ce la întreprinderile industriale, cifra de afaceri reflectă doar producţia vândută.

Cifra de afaceri poate să genereze o imagine deformată asupra întreprinderii, deoarece ignoră anumite aspecte esenţiale privind activitatea acesteia. Se pot remarca decalajele între momentul fabricării şi cel al facturării care antrenează variaţia stocurilor, precum şi producţia imobilizată care uneori poate înregistra valori semnificative.

Din acest motiv, producţia exerciţiului este un indicator inevitabil şi oferă o imagine mai fidelă a activităţii reale a întreprinderii pe durata perioadei de gestiune. Însă are o anumită doză de ambiguitate deoarece este constituit din elemente eterogene, unele fiind evaluate la preţ de vânzare (cum este cazul producţiei vândute), iar altele la cost de producţie (producţia stocată şi producţia imobilizată). În plus, nivelul rezultatelor se poate modifica în funcţie de metoda reţinută pentru evaluarea stocurilor. Datorită acestui fapt, valoarea producţiei exerciţiului nu poate să reflecte o realitate financiară.

Prin urmare, valoarea adăugată este primul sold intermediar de gestiune. Ea exprimă creşterea de valoare rezultată din utilizarea factorilor de producţie, îndeosebi a forţei de muncă şi a capitalului, peste valoarea bunurilor şi serviciilor provenite de la terţi, în cadrul activităţii curente a întreprinderii.

Valoarea adăugată se calculează pornind de la producţia exerciţiului majorată cu marja comercială şi diminuată cu consumurile de bunuri şi servicii furnizate de terţi pentru această producţie.

Valoarea adăugată = Producţia exerciţiului + Marja comercială – Consumuri de la terţi

Scanned with OKEN Scanner

Valoarea adăugată nu este evidenţiată în contul de profit şi pierdere, dar acesta conţine elemente necesare pentru determinarea sa, în special pentru stabilirea consumurilor provenind de la terţi. Aceste consumuri includ categorii esenţiale:

- aprovizionări consumate (cumpărări de materii prime şi alte aprovizionări + variaţia stocurilor + cumpărări nestocate);
- alte cheltuieli externe consumate (lucrări şi servicii executate de terţi).

Valoarea adăugată se descompune în două componente: valoarea adăugată vândută, corespunzătoare producţiei vândute şi valoarea adăugată produsă, aferentă producţiei stocate şi imobilizate. Valoarea adăugată prezintă o importanţă deosebită în perspectiva distribuirii veniturilor întreprinderii. În fapt, valoarea adăugată reprezintă sursa de acumulări băneşti pe care întreprinderea o poate utiliza pentru remunerarea participanţilor direcţi şi indirecţi la activitatea sa economică: salariaţi, creditori, acţionari, întreprindere.

Componenta principală a rezultatelor financiare a întreprinderii o reprezintă profitul. El apare ca un venit rezidual. Este resursa din care se plăteşte costul capitalului propriu dar şi împrumutat, se asigură dezvoltarea firmei precum şi contribuţia la constituirea fondurilor bugetare. Termenul de profit provine din limba latină de la verbul „proficere" care înseamnă a da rezultate. În practica economică a unor ţări se mai utilizează cu aceeaşi semnificaţie noţiunea de beneficiu (exemplu în Italia – beneficio, în Franţa – benefice).

Profitul cunoaşte mai multe accepţiuni după care este definit[1]:

- o primă accepţiune este de ordin legislativ şi conform căreia profitul poate fi definit ca diferenţă între veniturile şi costurile aferente lor. În acest context profitul apare ca un câştig *legitim, legal,* urmare a respectării legilor privind evidenţierea, de către firmă, a tuturor veniturilor şi a cheltuielilor ocazionate de o activitate economică. Dacă însă o parte din venituri nu a fost înregistrată sau unele cheltuieli au fost majorate artificial, atunci profitul apare ca *nelegitim sau nelegal*;
- într-o altă viziune profitul este definit ca un venit rezidual ce revine întreprinderilor urmare a progreselor economice şi tehnice realizate de acestea în activităţile desfăşurate;
- în altă perspectivă profitul este considerat ca o remunerare a factorilor de producţie pentru efortul depus dar şi pentru priceperea de a depăşi riscurile inerente activităţilor economice.

---

[1] Opriţescu M. şi colaboratorii – Finanţe şi contabilitate, Editura Universitaria, Craiova, 1999, p.244

Scanned with OKEN Scanner

Profitul întreprinderii poate fi considerat ca fiind format din profit *obişnuit, normal sau ordinar* considerat ca exprimat prin acel nivel al său care permite întreprinderii continuarea activităţii şi care este realizat în condiţii de concurenţă autentică şi eventual *supraprofit sau profit de monopol* obţinut doar de acele firme care dispun de anumite condiţii naturale sau economice deosebite, pe care întreprinderile concurente nu le au.

Profitul este considerat un indicator *sintetic* de apreciere a eficienţei activităţii economice deoarece în dimensiunea lui se regăsesc consecinţele acţiunii a numeroşi factori:

- mărimea producţiei care influenţează direct proporţional mărimea profitului;
- preţul de vânzare al producţiei care acţionează şi el în mod direct proporţional;
- structura sortimentală care determină o creştere a profitului atunci când sporeşte ponderea produselor cu mult profit şi invers;
- costul de producţie care influenţează invers proporţional evoluţia mărimii profitului. Acesta este singurul factor pe care firma îl poate utiliza exclusiv prin voinţă proprie, la ceilalţi menţionaţi se poate apela doar cu acordul partenerilor de afaceri.

Funcţiile profitului în economia de piaţă pot fi[1]:

- stimulează iniţiativa şi acceptarea riscului de către întreprinzători;
- este un indicator sintetic de apreciere a eficienţei activităţii;
- este principala resursă de autofinantare a firmei şi remunerare a capitalurilor;
- reprezintă un instrument de control a activităţii economice a firmei;
- asigură formarea resurselor bugetului statului.

10.2.Metode de programare a profitului

10.2.1. Metoda pragului de rentabilitate şi metoda rentabilităţii marginale

Metoda punctului critic – *break-even point* (engleză) sau *point mort* (franceză) – sau a *pragului de rentabilitate*, oferă posibilităţi de cunoaştere a stării sistemului – întreprindere – şi de fundamentare a strategiilor financiare ale acesteia. Cu ajutorul ei se poate defini *optimalitatea* unui program, a unei acţiuni sau a unei operaţiuni.

---

1 I.Neagoe – Finanţele întreprinderii, Editura Ankarom, Iaşi, 1997, p.328

Scanned with OKEN Scanner

Pragul de rentabilitate măsoară *flexibilitatea financiară* a întreprinderii, deoarece odată determinat, pentru o situaţie concretă, managerul financiar poate aprecia *vulnerabilitatea* întreprinderii în funcţie de[1]:

- procentajul cifrei de afaceri care generează un rezultat nul;
- procentajul cifrei de afaceri care poate conduce la un rezultat ce afectează perenitatea întreprinderii;
- probabilitatea de a conserva strategia actuală a întreprinderii şi a menţine coerenţa sistemului său.

Punctul critic – *break-even point* – este considerat, pentru condiţiile tehnico-organizatorice şi financiare date, a fi acel volum de activitate corespunzător căreia veniturile (încasările) acoperă cheltuielile de exploatare, rezultatul financiar (profitul brut) fiind nul. Altfel spus, el reflectă mărimea cifrei de afaceri care asigură un *echilibru* perfect al încasărilor cu costurile totale de exploatare, iar rata rentabilităţii este zero (fig.nr.37).

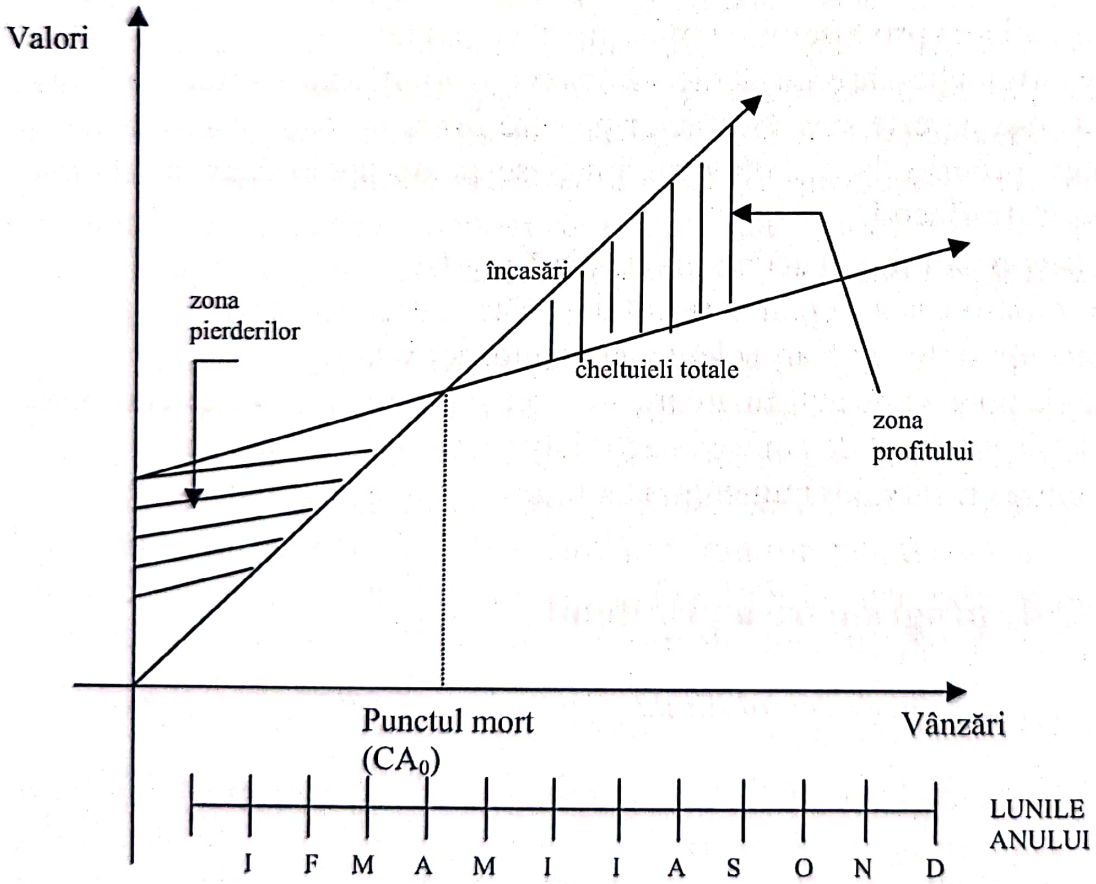


Fig.nr.37 Reprezentarea grafică a punctului critic

[1] I.Trenca – Managementul financiar al întreprinderii, Editura Mesagerul, Cluj-Napoca, 1997, p.149-153

Scanned with OKEN Scanner

Orice volum de activitate, sub nivelul celui corespunzător punctului critic produce în plan financiar, *pierderi*, în timp ce orice volum de activitate superior va aduce *profit*. Deoarece poate fi cunoscută cu suficientă precizie repartiția pe luni a cifrei de afaceri, axa „VÂNZĂRI" poate fi transformată la rândul său într-o *axă a timpului*, ceea ce va permite managerilor să cunoască data la care se va atinge punctul critic.

Orice întreprinzător este interesat să cunoască volumul de activitate corespunzător *punctului critic*, deoarece în condițiile date de timp, preț și cost, tocmai acest volum îi va permite să-și acopere exact costurile din încasări, fără a realiza profit. În funcție de acest volum, el va stabili dacă este convenabil să producă și să vândă sau nu.

Dacă folosim relațiile matematice și adoptăm criteriul variabilității cheltuielilor în raport cu volumul producției vândute, punctul critic se poate determina astfel:

$$Q_0 = \frac{CF}{p - cv}$$

unde:

Q_0 este producția în unități fizice corespunzătoare punctului critic;
CF este suma absolută a cheltuielilor totale cu caracter fix;
p este prețul unitar de vânzare;
cv este costul variabil unitar.

Mai mult decât atât, se poate determina *volumul producției* și implicit al *cifrei de afaceri*, care îi va permite întreprinderii obținerea profitului sperat. Altfel spus, managerul determină *pragul de rentabilitate* sperat. Adică, acel volum de activitate corespunzător căruia întreprinderea realizează nivelul de rentabilitate dorit, nivel care, într-un context dat al strategiei sale, îi permite să se angajeze în afaceri și să reziste pe piață.

În acest scop se folosește relația:

$$Q_1 = \frac{CF + P}{p - cv}$$

unde: **P** este suma absolută a profitului sperat.

Este evident că de această dată, cifra de afaceri corespunzătoare pragului de rentabilitate (CA_1) va fi acoperitoare atât costului total cât și profitului sperat, adică:

$$CA_1 = CT + P = (CF + CV) + P = CF + (Q_1 \times cv) + P.$$

Ea va fi mai mare decât cifra de afaceri corespunzătoare punctului critic (CA_0) care acoperă numai costul:

Scanned with OKEN Scanner

$$CA_0 = CT = (CF + CV) = CF + (Q_0 \times cv)$$

motiv pentru care pe axa încasărilor, respectiv a volumului de activitate, se va plasa în dreapta acestuia (fig.nr.38).

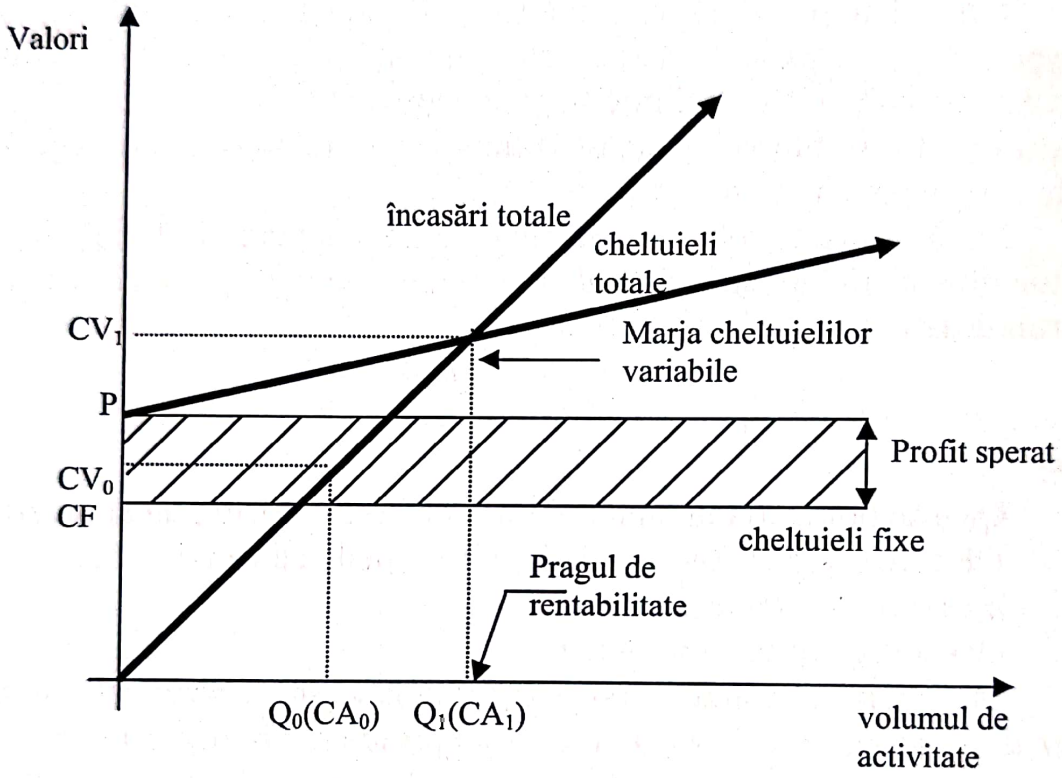


Fig.nr.38 Reprezentarea grafică a pragului de rentabilitate

Utilizarea unor astfel de relații de calcul se justifică în cazul unui singur produs sau a unei producții omogene. În astfel de situații, volumul de activitate corespunzător punctului critic și respectiv pragului de rentabilitate se exprimă de regulă în unități fizice, fiind astfel mult mai precis definit.

În cazul producției neomogene, acest volum de activitate nu mai poate fi exprimat în unități fizice, motiv pentru care se recurge la cifra de afaceri, ca o expresie bănească globală a întregii producții fizice vândute. Ca urmare este necesar a se face uz de alte relații de calcul, în care accentul este pus pe exprimare valorică, pe un grad mai mare de sintetizare și generalizare.

Pentru punctul critic există egalitatea:

$$\mathbf{CA = CT = CF + CV}$$

Scanned with OKEN Scanner

unde: **CA** – cifra de afaceri
CT – cheltuieli totale
CF – cheltuieli fixe totale
CV – cheltuieli variabile totale
de unde determinăm că:

$$\mathbf{CF = CA - CV}$$

Deoarece, în evoluţie, cheltuielile variabile se presupun că au, aproximativ, acelaşi comportament ca şi cifra de afaceri, în sensul că dacă sporeşte cifra de afaceri, creşte şi volumul producţiei şi, în consecinţă, cresc în acelaşi ritm şi cheltuielile variabile. În concluzie se poate spune că se crează un raport subunitar, constant, $K = CV/CA$. Considerăm raportul constant deoarece, în timp, devine sensibil doar la modificări esenţiale ale condiţiilor de producţie şi desfacere, la manevre strategice de anvergură[1]. Cheltuielile variabile pot fi scrise:

$$CV = K \times CA$$

Cheltuielile fixe se pot exprima:

$$CF = CA - (K \times CA) = CA(1 - K)$$

În punctul critic, cifra de afaceri se determină astfel:

$$CA_0 = \frac{CF}{1-K}$$

Dacă se doreşte obţinerea unei anumite rentabilităţi, exprimate prin mărimea profitului (P), atunci este necesară realizarea unei cifre de afaceri (CA_1) de:

$$CA_1 = \frac{CF + P}{1-K}$$

Prin pragul de rentabilitate astfel stabilit, întreprinzătorul îşi poate previziona acel volum de producţie, respectiv cifră de afaceri, de care are nevoie pentru a realiza profitul dorit, într-un context dat al condiţiilor pieţii – cerere-preţ, concurenţă-profit – care să-i permită mecanismului său funcţionarea la parametrii economico-financiari consideraţi normali.

Metoda pragului de rentabilitate este relativ simplă şi uşor de folosit. Ea poate fi combinată şi cu *analiza marginală*, spre exemplu, metodă utilă în a formula *opţiunile* cu privire la modul de a se acţiona pe intervale scurte de timp. Pentru aceasta este absolut necesar ca întreprinzătorul să pună faţă în faţă *preţul* cu care îşi poate vinde marfa şi *costul* pe care îl reclamă producţia, în condiţiile structurilor sale de aprovizionare, fabricaţie şi comercializare. Numai în acest fel se poate aprecia dacă mărimea costurilor îi permite să obţină profit,

---

[1] Giurgiu I.A. – Finanţele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.221

Scanned with OKEN Scanner

dacă este acesta profitul dorit şi funcţie de aceasta, să opteze pentru a continua activitatea la aceiaşi parametri, să o extindă sau să o restrângă, după caz. Din acest motiv tendinta manifestată sistematic în activitatea întreprinzătorilor de a maximiza profitul, îi obligă pe aceştia, în egală măsură, să-şi urmărească cu atenţie *costul,* să-l redimensioneze, nivelul acestuia fiind un element fundamental în elaborarea strategiei de piaţă.

Aplicarea analizei marginale presupune cunoaşterea unor noţiuni, precum *cost marginal*, *venit marginal*, *preţ marginal* etc., care servesc în luarea deciziilor ce definesc comportamentul pe piaţă a producătorului, pe intervale scurte de timp (fig.nr.39).

Firma care urmăreşte maximizarea profitului funcţie de preţ, va trebui să-şi extindă activitatea până când costul său marginal (CM) va fi egal cu venitul marginal (VM), adică cu sporul de venit generat de vânzarea unei unităţi adiţionale de producţie[1].

Acest punct este dat de intersecţia liniei preţului cel mai ridicat cu curba costului marginal şi reprezintă volumul de activitate care aduce firmei profitul maxim. Punctul critic este dat de intersecţia curbei costului total mediu (CTM) cu linia preţului. Corespunzător acestuia profitul este nul. El presupune un volum de activitate mult mai redus, determinat tocmai de reducerea preţului pe piaţă. Orice punct al intersecţiei preţului cu curba costului marginal sub nivelul punctului critic reprezintă expresia unei situaţii financiare total nefavorabile, generată fiind de scăderea preţului de vânzare. Întreprinderea va produce însă atâta timp cât va fi capabila să-şi acopere, prin preţul obţinut, cheltuielile variabile. Acest lucru este valabil pentru punctul J, spre exemplu, şi este permis până în punctul K, care reprezintă *punctul de oprire* a activităţii sale. Un preţ şi mai mic, a cărui linie se va intersecta cu curba costului marginal sub punctul K (vezi pct.L din grafic) – deci sub curba costului variabil mediu (CVM) şi a costului fix mediu (CFM) – va determina întreprinderea să lucreze în pierdere, ea fiind nevoită în acest caz să înceteze neapărat activitatea.

Drept concluzie se poate admite faptul că la *modificările de preţ* ale pieţii, întreprinderea este nevoită să reacţioneze prompt. Oferta ei de produse va fi reprezentată de fiecare dată de o cantitate bine determinată de mărfuri, ce poate fi prevăzută folosind metoda costului marginal şi a punctului critic, respectiv a pragului de rentabilitate. Condiţia fundamentală ce se cere însă a fi întocmai respectată este aceea ca linia nivelului preţului cu care îşi vinde produsul să intersecteze curba costului său marginal deasupra costului variabil mediu (CVM). De aici şi *regula* că în cazul fiecărei firme curba ofertei sale

[1] Trenca I. – Op.cit., p.149-153

Scanned with OKEN Scanner

(respectiv a producţiei) este o parte componentă a curbei costului său marginal, şi trebuie situată întotdeauna deasupra curbei costului variabil mediu.

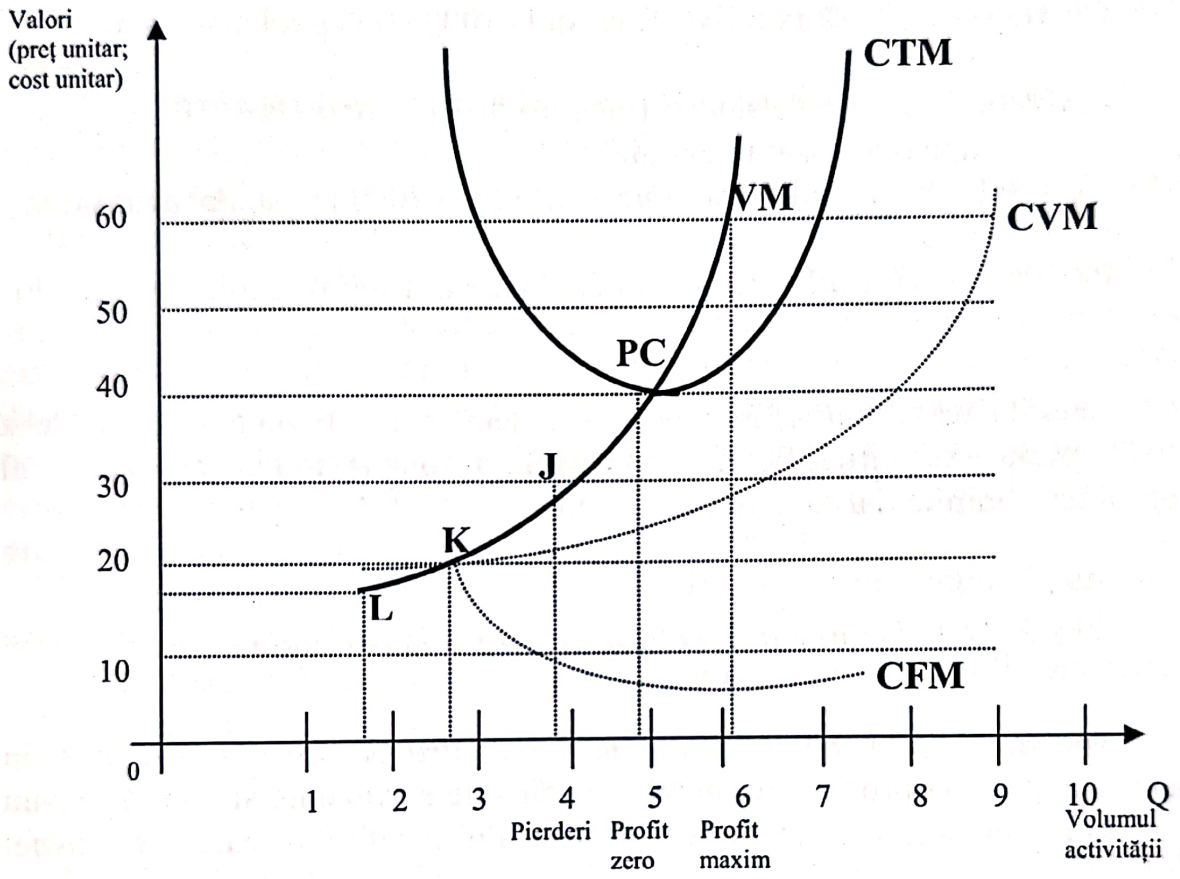


Fig.nr.39 Relaţia preţ, cost marginal, punct critic, prag de rentabilitate

Concluzia care se desprinde este aceea că o activitate rentabilă este permisă numai atunci când *ecartul* dintre cifra de afaceri (încasări) şi costurile variabile este suficient de mare pentru a acoperi marja cheltuielilor fixe şi a îngădui un profit cât mai substanţial.

Punctul critic al eficienţei utilizării capitalului avansat se poate determina după relaţia cantitativă:

$$Pc_c = \frac{CF/1000}{CA/1000 - Cv/1000}$$

iar a pragului de rentabilitate dorit, după relaţia:

$$\mathrm{Pr}_c = \frac{CF/1000}{CA/1000 - Cv/1000 - Pb/1000}$$

Scanned with OKEN Scanner

unde:

Pc_c este punctul critic
Pr_c este pragul de rentabilitate dorit (programat)

CF/1000 sunt cheltuieli fixe ce revin la 1000 lei capital avansat în circuit
CA/1000 este cifră de afaceri (încasări nete) ce revin la 1000 lei capital avansat în circuit
Cv/1000 sunt cheltuieli variabile ce revin la 1000 lei capital avansat în circuit
Pb/1000 este profitul brut sperat ce revine la 1000 lei capital avansat în circuit

Aceasta reprezintă o modalitate şi, deci, o posibilitate în plus, de a analiza gradul de fructificare financiară a potenţialului productiv al întreprinderii, implicit, a capitalului gestionat.

10.2.2. Metoda directă şi metoda raportării la perioada de bază

Metoda directă, pe produs şi pe total cifră de afacere se aplică, în general, când firma produce un număr restrâns de sortimente şi constă într-un ansamblu de operaţiuni de stabilire a beneficiului (profitului) care pot fi astfel individualizate:

- pentru început se determină beneficiul (profitul) brut aferent producţiei marfă prevăzută a se fabrica (B_{pm}) în perioada considerată de plan ca diferenţă între preţul şi costul de producţie a fiecărui produs (sortiment). Diferenţa se înmulţeşte cu volumul fizic al producţiei programate iar rezultatul obţinut reprezintă beneficiul potenţial al perioadei considerate;
- se calculează apoi beneficiul aferent stocului de produse finite de la începutul perioadei (B_{Si}) precum şi cel referitor la stocul de produse finite la sfârşitul perioadei planificate (B_{Sf}). Aceste operaţiuni impun evidenţierea celor două grupe de stocuri atât la preţ de producţie (Si_{pp}; Sf_{pp}) cât şi la cost de producţie (Sf_{pp}, Sf_{cp});
- în final se stabileşte beneficiul brut aferent exerciţiului (B.ex.):

$$B.ex. = (Pm_{pp} + Si_{pp} - Sf_{pp}) - (Pm_{cp} + Si_{cp} - Sf_{cp}) = (Pm_{pp} - Pm_{cp}) +$$
$$+ (Si_{pp} - Si_{cp}) - (Sf_{pp} - Sf_{cp}) = B_{pm} + B_{Si} - B_{Sf}$$

Metoda raportării la perioada de bază se utilizează atunci când,

Scanned with OKEN Scanner

datorită numărului mare de sortimente, metoda directă este aplicată cu dificultate. Metodologia de calcul presupune că beneficiul (profitul) se poate stabili numai dacă producţia din anul de plan este comparabilă cu cea din anul de bază. Caracterul de comparabilitate presupune îndeplinirea următoarelor cerinţe:

- producţia din perioada de plan să reflecte aceeaşi structură sortimentală ca şi cea din perioada de bază, iar
- preţurile şi costurile sortimentelor fabricate să prezinte aceleaşi nivele ca în perioada considerată de bază.

Metoda raportării se caracterizează prin aplicarea ratei rentabilităţii anului precedent la producţia comparabilă din perioada de previziune, exprimată în costurile de producţie ale anului precedent. Deoarece în perioada de previziune intervin o serie de factorii care conduc la modificarea mărimii profitului, se calculează, în continuare, influenţele acestora, după care se corectează mărimea profitului rezultată din aplicarea ratei rentabilităţii anului precedent la producţia marfă comparabilă programată.

Metoda raportării la perioada de bază presupune parcurgerea următoarelor etape de calcul:

- se determină beneficiul (profitul) B_0 şi rata rentabilităţii R_0 din perioada de bază;

$$R_0 = \frac{B_0}{P_{cp_0}} \times 100$$

- se calculează beneficiul aferent producţiei marfă comparabile programate a se fabrica (Bp_{m0}) prin înmulţirea producţiei cu rata rentabilităţii anului de bază;

$$Bp_{m0} = \frac{P_{m0} \times R_0}{100}$$

În cazul (cel mai adesea) al modificării stării de comparabilitate se cuantifică consecinţele acelor schimbări urmând ca în final, să se influenţeze, cu aceste rezultate, mărimea beneficiului aferent producţiei marfă comparabile planificate;

- o influenţă se poate datora schimbării structurii sortimentale, în sensul că unele produse se fabrică în perioada de plan într-o altă pondere decât în perioada de bază. Acest fapt poate însemna un spor de profit, dacă a crescut ponderea produselor foarte rentabile în detrimentul celor mai puţin rentabile (şi invers). În vederea cunoaşterii semnificaţiei modificării structurii sortimentale se determină coeficientul mediu al

Scanned with OKEN Scanner

ratei rentabilității din anul de bază ($\overline{K}_{r_0}$) apoi și pentru anul de plan ($\overline{K}_{r_{pl}}$) avându-se în vedere suma produselor dintre ponderile fiecărui sortiment atât în anul de bază cât și în anul de plan ($G_{S_0}; G_{S_{pl}}$) și rentabilitățile individuale ale fiecărui sortiment în cele două perioade ($r_{i_0}; r_{i_{pl}}$):

$$\overline{K}_{r_0} = \frac{\sum G_{S_0} \times r_{i_0}}{100};$$

$$\overline{K}_{r_{pl}} = \frac{\sum G_{S_{pl}} \times r_{i_{pl}}}{100}$$

În cazul $\overline{K}_{r_{pl}} > \overline{K}_{r_0}$ influența este pozitivă în sensul că în perioada de plan se va obține un plus de profit față de situația comparabilă, iar dacă $\overline{K}_{r_{pl}} < \overline{K}_{r_0}$ influența este negativă, firma urmând a înregistra o diminuare a beneficiului (B_{m_s});

$$\pm B_{m_s} = \frac{(\overline{K}_{r_{pl}} - \overline{K}_{r_0}) P_{m_0}}{100}$$

- în cazul modificării costurilor de producție se poate constata o creștere a beneficiului în anul de plan dacă se preconizează o reducere procentuală a costurilor (r_c) sau o diminuare a profitului, dacă se planifică o sporire a costurilor (s_c);

$$\pm B_{m_c} = \frac{P_{m_0 \times r_c(s_c)}}{100}$$

- în cazul unor produse fabricate în anul de plan d_r care nu s-au aflat în structura sortimentală d_n perioada de bază, calculul beneficiului aferent acestora (B_{p_n}) se face cu ajutorul metodei directe.

Beneficiul brut total aferent exercițiului ($B_{b.ex.}$) se determină prin însumarea beneficiului producției comparabile (B_{pm_0}) cu toate influențele constatate ($B_{m_s}; B_{n_c}, B_{p_n}$) precum și a beneficiilor aferente stocurilor la începutul (B_{S_i}) și sfârșitul perioadei (B_{S_f}):

$$B_{.b.ex.} = B_{pm_0} \pm B_{m_s} \pm B_{m_c} + B_{p_n} + B_{S_i} - B_{S_f}$$

Scanned with OKEN Scanner

10.3. Determinarea profitului net şi repartizarea acestuia

Profitul brut obţinut în urma activităţii desfăşurate de firmă este impozitat, iar suma rămasă concretizată în profitul net este repartizată de proprietari în conformitate cu interesele lor. O precizare este necesar a fi făcută: profitul brut nu este identic cu profitul impozabil.

Profitul impozabil se calculează ca diferenţă între veniturile realizate din orice sursă şi cheltuielile efectuate în scopul realizării de venituri, din care se scad veniturile şi cheltuielile neimpozabile, la care se adaugă apoi cheltuielile nedeductibile. La stabilirea profitului impozabil se iau în calcul şi alte elemente similare veniturilor şi cheltuielilor potrivit normelor de aplicare[1].

Veniturile neimpozabile la calculul profitului impozabil sunt în principal:

- dividendele primite de firmă de la o persoană juridică română, iar după aderarea la Comunitatea Europeană şi a uneia străină, din cadrul Comunităţii deoarece ele se impozitează separat;
- diferenţele favorabile de valoare a titlurilor de participare înregistrate ca urmare a încorporării rezervelor, beneficiilor sau a primelor de emisiune. Acestea sunt impozabile la data transmiterii cu titlu gratuit, a cesionării sau a retragerii titlurilor de participare;
- veniturile din anularea obligaţiilor unei persoane juridice, dacă obligaţiile se anulează în schimbul titlurilor de participare la respectiva persoană juridică.

Cheltuielile deductibile din profitul impozabil pot fi clasificate după motivaţia care stă la baza acestei operaţiuni în[2]:

- cheltuieli admise la deductibilitate ca urmare a unor interese promovate de către stat (sponsorizări ale unor acţiuni de cultură, ştiinţă, sport);
- cheltuieli determinate de interese proprii ale firmei (reclamă, publicitate, protocol);
- constituirea de rezerve şi fonduri speciale.

În mod concret cheltuielile deductibile sunt destul de numeroase însă pot fi evidenţiate selectiv astfel:

- cheltuieli de cercetare-dezvoltare;

---

1 Legea nr.571/2003 privind codul fiscal, publicată în Monitorul Oficial al României nr.927/23 decembrie 2003, art.19

2 Giurgiu I.A. – Finanţele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.238

Scanned with OKEN Scanner

- cheltuieli sociale în limita unei cote de până la 2% aplicată asupra fondului de salarii realizat (ajutoare de naştere, pentru înmormântare, pentru boli grave);
- cheltuieli pentru protejarea mediului şi conservarea resurselor;
- cheltuieli efectuate pentru protecţia muncii şi prevenirea bolilor profesionale;
- cheltuieli de reclamă şi publicitate precum şi contravaloarea produselor oferite ca mostre;
- cheltuielile pentru marketing, studiul pieţei, participarea la târguri şi expoziţii, misiuni de afaceri;
- cheltuielile reprezentând tichetele de masă acordate angajaţilor;
- cheltuielile cu provizioane şi rezerve în limita unei cote de 5% aplicată asupra profitului contabil;
- amortizarea mijloacelor fixe;
- cheltuielile cu dobânda în cazul în care gradul de îndatorare este mai mic decât unu (se calculează gradul de îndatorare cu un raport între capitalul împrumutat pe o perioadă de peste un an şi capitalul propriu). Începând cu data de 1 ianuarie 2006 cheltuielile cu dobânzile sunt integral deductibile, dacă gradul de îndatorare este mai mic decât trei;

Cheltuielile nedeductibile sunt mai puţin numeroase şi includ între altele:

- amenzile, confiscările, majorările de întârziere şi penalităţile datorate către autorităţi potrivit prevederilor legale;
- cheltuielile cu primele de asigurare care nu privesc activele contribuabilului;
- pierderile înregistrate la scoaterea din evidenţă a creanţelor incerte sau în litigiu neîncasate pentru partea neacoperită din provizion.

După scăderea din profitul contabil (brut) a veniturilor neimpozabile precum şi a cheltuielilor deductibile urmată de adiţionarea cheltuielilor nedeductibile rezultatul semnifică profitul impozabil.

Pentru a calcula impozitul pe profit la baza de calcul (profitul impozabil se aplică cota de impozitare). Cota de impozitare este în ţara noastră de 16%.

O impozitare deosebită se aplică microîntreprinderilor. Pentru a fi considerate microîntreprinderi firmele trebuie să îndeplinească cumulativ următoarele condiţii:

- să aibă ca obiect de activitate producţia de bunuri materiale prestare de servicii şi/sau comerţ;
- să dispună de 1 – 9 salariaţi;
- veniturile realizate în anul fiscal precedent să nu depăşească 100.000 €;

Scanned with OKEN Scanner

- să fie în proprietate privată, statul să nu fie nici acţionar minoritar. Microîntreprinderile pot plăti opţional: fie un impozit pe profit stabilit prin aplicarea cotei de 16% la profitul impozabil calculat după metodologia expusă mai sus, fie un impozit pe venit dimensionat prin aplicarea cotei de 1,5% la veniturile realizate din care se scad o serie de sume conform dispoziţiilor legale[1].

Repartizarea profitului net, rămas după plata impozitului se realizează după destinaţiile hotărâte de Adunarea Generală a Acţionarilor pentru:

- plata dividendelor către proprietari (acţionari sau asociaţi);
- cointeresarea personalului angajat;
- dezvoltarea, modernizarea capacităţilor de producţie, deci pentru reinvestire;
- desfăşurarea de activităţi sociale sau sportive.

10.4. Indicatori ai capacităţii de producere a profitului

Aceşti indicatori sintetici exprimă nivelul de fructificare economică şi financiară a capitalului. Cu ajutorul lor se apreciază eficienţa luând în calcul efortul exprimat fie în mod direct prin mărimea capitalurilor, fie în mod indirect prin cifra de afacere. Având în vedere cele două modalităţi de calcul, indicatorii capacităţii de producere a profitului pot fi grupaţi în[2]:

- *indicatori ai randamentului financiar,*
- *indicatori ai rentabilităţii.*

Între *indicatorii randamentului financiar* cei mai utilizaţi în analizele economico-financiare sunt:

- marja profitului brut sau net (mp) calculată prin raportarea profitului brut, net (Pb; Pn) la cifra de afacere (CA). Indicatorul oferă analistului financiar informaţii cu privire la politica de preţuri practicată de firmă pe piaţă. Din această cauză el mai este numit *rata rentabilităţii comerciale*. Alţi economişti numesc indicatorul *rata profitabilităţii* firmei. Ca indicator al randamentului financiar relevă câte unităţi monetare reprezentând profit revine pe o unitate monetară încasată ca urmare a vânzării produselor. Un rezultat favorabil firmei înseamnă un

---

1 Legea nr.571/2003 privind Codul fiscal, art.103-108

2 I.Trenca – Managementul financiar al întreprinderii, Editura Mesagerul, Cluj-Napoca, 1997, p.191

Scanned with OKEN Scanner

nivel cât mai mare al său, iar în evoluție să marcheze o tendință ascendentă;

$$mp = \frac{Pb(Pn)}{CA}$$

- marja cheltuielilor financiare (mc_f) se determină prin raportarea cheltuielilor financiare (Cf) la cifra de afaceri. Raportul relevă costul capitalului împrumutat precum şi capacitatea întreprinderii de a-şi acoperi astfel de cheltuieli din încasări;

$$mc_f = \frac{Cf}{CA}$$

- marja resurselor destinate autofinanțării (ma) este exprimată prin relația;

$$ma = \frac{resurse\ afectate\ pentru\ autofinantare\ (amortizare + profit\ brut)}{Cifra\ de\ afaceri}$$

Indicatorul evidențiază capacitatea firmei de a procura resurse pentru autofinantare din încasările proprii pentru asigurarea, reînnoirea activelor, dezvoltarea activității prin noi investiții dar şi posibilitatea distribuirii de dividende acționarilor săi.

Indicatorii rentabilității sunt construiți după relația cu caracter general: „profit/capital angajat". Funcție de mărimile de calcul care se iau în considerare sunt întâlnite mai multe tipuri de rate:

- rata rentabilității capitalului total (r_{ct}) calculată pe două nivele;

$$r_{ct} = \frac{\text{Pr}ofit\ brut}{Capital\ total} \times 100 \text{ şi}$$

$$r_{ct} = \frac{\text{Pr}ofit\ net}{Capital\ total} \times 100$$

Unii autori consideră indicatorii cu o tentă mai mult economică decât financiară deoarece reflectă capacitatea capitalului total de a produce profit. În această perspectivă apare mai mult ca un indicator de randament financiar, numit în acest fel de americani (operating profit return şi return on assets). În teoria şi practica economică franceză este definit ca rentabilitate economică (brută, netă);

- rata rentabilității capitalului propriu (r_{cp}) foarte utilizată în practica firmelor cu economie de piață consacrată. Acest indicator are o tentă financiară şi reflectă eficacitatea cu care administratorii utilizează

Scanned with OKEN Scanner

mijloacele puse la dispoziţia lor. Este numit în practica americană return on investment sau return on equity.

Indicatorul se calculează ca raport între profitul net şi capitalul propriu fiind numită şi rata rentabilităţii financiare;

$$r_{cp} = \frac{Profit\ net}{Capital\ propriu} \times 100$$

Această rată stă la baza sistemului de analiză Du Pont de Nemours deoarece se consideră că rentabilitatea întreprinderii este efectul productivităţii capitalului:

$$\frac{Profit\ net}{Capital\ propriu} = \frac{Profit\ net}{Cifra\ de\ afaceri} \times \frac{Cifra\ de\ afaceri}{Active\ totale} \times \frac{Pasive\ totale}{Capital\ propriu}$$

$$Rentabilitatea\ financiara = Marja\ profitului \times Productivitatea\ (randamentul\ capitalului) \times$$
$$\times Efectul\ gradului\ de\ indatorare$$

10.5. Politica de dividende

Politica de dividende se referă la decizia de a plăti profitul fie proprietarilor (sub forma dividendelor), fie de a fi acumulat, în vederea reinvestirii. O proporţie cât mai bună între partea din profit plătită ca dividend şi cea acumulată se apreciază în funcţie de consecinţele asupra valorii de piaţă a întreprinderii.

Pornind de la ideea că valoarea întreprinderii este direct dependentă de valoarea de piaţă a acţiunilor, atunci valoarea unei acţiuni (P_a) creşte odată cu sporirea dividendelor plătite proprietarilor (D):

$P_a = \frac{D}{K-g}$, unde conform relaţiei de calcul din modelul elaborat de M.J.Gordon şi E.Shapiro, k reprezintă rata de actualizare, iar g este rata de creştere a dividendelor de la o perioadă la alta. Dacă mărimea dividendelor plătite sporeşte, atunci firma nu va mai putea reinvesti şi îşi va afecta în acest fel capacitatea viitoare de a produce dividende. Necunoscuta care trebuie aflată prin politica de dividende se referă deci la optimul între dividendele curente şi creşterea lor viitoare (dependentă de investiţii) şi care maximizează preţul acţiunilor.

Alţi autori consideră că dividendele trebuiesc plătite numai dacă, după plata acestora, valoarea acţiunii sporeşte sau cel puţin nu scade sub nivelul avut

Scanned with OKEN Scanner

anterior. Această condiţie urmăreşte ca avuţia acţionarului să fie mult mai mare atunci când se plăteşte dividend, decât atunci când acesta nu se plăteşte. Ei consideră că problema finanţarii investiţiilor se rezolvă de la sine în acest caz, deoarece „semnalul" transmis pieţei, odată cu plata dividendelor, înseamnă că firma prezintă garanţie deţinătorilor de disponibilităţi, în sensul că este capabilă să remunereze eventualele noi acţiuni pe care le va emite. În concluzie, odată cu plata dividendelor, sau la o dată ulterioară, dar foarte apropiată de aceasta să se realizeze şi o emisiune de acţiuni noi.

În unele lucrări se consideră că există anumite repere, funcţie de care se analizează implicaţiile pe care o politică accentuată de investitie sau o politică preferenţială de dividende, le pot avea asupra valorii firmei. Tendinţa de menţinere a unei relaţii solide, stabile cu proprietarii, îi face pe manageri să opteze pentru realizarea unei corelaţii strânse între mărimea dividendelor plătite şi contribuţia factorilor cu caracter permanent la obţinerea profitului. Deoarece managerii au nevoie de timp pentru a stabili dimensiunea componentei permanente a profitului, variaţia dividendului, nu numai că este mai mică decât variaţia profitului, dar este şi defazată în timp[1]:

$$\frac{Variatia\ dividendului}{Dividendul\ in\ perioada\ baza} < \frac{Variatia\ profitului}{Profitul\ in\ perioada\ baza}$$

Raportul dintre dividend şi profitul net numit şi coeficientul dividendului se modifică, în timp, doar dacă se modifică componenta stabilă a profitului net. Fundamentarea unei politici a dividendului este influenţată de numeroşi factori. Între aceştia amintim câţiva[2]:

- restricţii impuse de lege privind plata dividendelor: nu este permisă plata în avans a dividendelor (în contul profiturilor viitoare) şi nici dacă firma este insolvabilă, deci ea trebuie să fi obţinut un profit cert în anul precedent sau în cel curent;
- constrângeri fiscale care se referă la nivelul impozitelor plătite pentru profiturile reţinute pentru acumulare (de 25%) mai puţin stimulativ ca în cazul profitului destinat plăţii dividendelor (de 10%), fapt care poate influenţa decizia privind destinaţia profitului;
- preferinţele investitorilor care se manifestă mai uşor în cazul firmelor cu puţini acţionari (asociaţi). Dacă însă firma are un număr mare de proprietari, eventual fiecare cu participare minoritară, atunci situaţia, în această privinţă, este mai complicată. Astfel, unii proprietari, mai bogaţi, preferă reţinerea profitului (deci neplata dividendelor şi reinvestirea lor de

[1] Giurgiu I.A. – Finanţele firmei, Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000, p.240

[2] Hoanţă N. – Gestiunea finanţelor firmei, Editor Tribuna Economică, Bucureşti, 1999, p.197-202

Scanned with OKEN Scanner

către firmă) deci câştigul de capital (obţinut din vânzarea acţiunilor). Alţi acţionari, care au o rată de impozitare marginală scăzută a veniturilor personale (în care sunt incluse şi dividendele), sau cei care depind de dividende ca sursă curentă de venit, preferă o rata ridicată de plată a dividendelor. Acei actionari care nu consideră politica privind dividendele promovată de firmă ca fiind inacceptabilă pot vinde acţiunile pe care le deţin şi să cumpere acţiuni la o alta firmă care are o politică mai atractivă privind dividendele. În acest fel firmele tind să-şi dezvolte propriile lor „clientele" de investitori. Acest *efect de clientelă* (clientele effect) a fost formulat pentru prima dată de Merton Miller şi Franco Modigliani şi indică faptul că investitorii sunt atraşi de firmele care au politici privind dividendele care sunt conforme cu obiectivele lor individuale. *Efectul de clientelă* semnifică o concentrare a proprietarilor, dornici de un randament ridicat al dividendelor, la firme care plătesc un procent mare al profitului lor cu această destinaţie, precum şi o orientare către firme a acelor actionari care preferă o investire a profitului în vederea creşterii preţului acţiunilor.

În practică se întâlnesc trei tipuri de politici de dividend[1]:

- de participare directă la profit (a ratei relativ constante);
- de stabilitate sau de prudenţă;
- reziduală sau oportunistă.

Politica de participare directă la profit are ca obiectiv asigurarea unei rate constante „d" de distribuire a dividendelor. Mărimea dividendelor de plată (D) se stabileşte în mod direct faţa de profitul net al firmei (P_n):

$$D = d \times P_n$$

În acest caz dividendul de plată varia doar în funcţie de mărimea profitului obţinut.

Politica de stabilitate (prudenţă) la profit îşi propune să asigure un dividend constant, ca mărime, cu eventual o creştere constantă (g) a lui, de la un an la altul, indiferent de mărimea profitului obţinut:

$$D_1 = D_0(1+g)$$

Dividendele viitoare (D_1) depind de mărimea celor distribuite în anii precedenţi.

Politica reziduală sau oportunistă privilegiază mai întâi decizia de investiţie şi aceea de finanţare a ei. Dacă au fost epuizate oportunităţile de investiţii, atunci profitul net rămas neinvestit va fi distribuit sub formă de dividende. Ideea care călăuzeşte această politică consideră că noile proiecte de

[1] Stancu I. – Finanţe, Editura Economică, Bucureşti, 2002, p.722

Scanned with OKEN Scanner

investiție vor conduce la creşterea valorii de piaţă a acţiunilor, iar acționarii vor fi remunerați în primul rând prin câştigurile din creşterea valorii acțiunilor şi numai în al doilea rând prin dividendele distribuite. Această politică are un caracter aleator asupra dividendelor, determină o creştere a riscului remunerării capitalurilor proprii şi în consecinţă, poate conduce la reducerea valorii de piață a acțiunilor. Această tendinţă negativă poate fi anulată prin sporirea valorii de piață a acțiunilor urmare a eficienţei foarte bune a proiectelor de investiție.

Ca o concluzie, firmele adoptă o politică de dividend ca o sinteză a obiectivelor pe care managerii şi acționarii le urmăresc din investirea capitalurilor întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

BIBLIOGRAFIE

1. Adochiţei M. – ***Finanţele întreprinderii***, Editura Sylvi, Bucureşti, 2000
2. Aftalion F., ş.a. – ***Thèorie financière de l'entreprise***, P.U.F., Paris, 1974
3. Ansoff I. – ***Strategie du développement de l'entreprise***, les éditions d'organisations, Paris, 1989
4. Anton, S.G. - ***Modernizarea managementului riscului de credit prin utilizarea instrumentelor derivate de credit***, în volumul Conferinţei Ştiinţifice Internaţionale "Politici Economice de Integrare Europeană", Editura A.S.E.M., Chişinău, 2005
5. Anton, S.G. - ***Risk Management with Financial Derivatives in Central and Eastern Europe: A Comparative Study***, în volumul Conferinţei Internaţionale "From Transition to Sustainable Development: The Path to European Integration", Sarajevo, 2006
6. M. Băcescu – ***Compediu de macroeconomie***, Editura Economică, Bucureşti, 1997
7. Bistriceanu Gh., ş.a. – ***Finanţele agenţilor economici***, E.D.P.-R.A., Bucureşti, 1995
8. Bran P. - ***Decizia financiară în unitatea economică***, Editura Ştiinţifică şi Enciclopedică, Bucureşti, 1980
9. Bucătaru D. – ***Capitalurile firmei***, Editura Sedcom Libris, Iaşi, 1999
10. Bucătaru D. – ***Gestiunea financiară a întreprinderii,*** Editura Sedcom Libris, Iaşi, partea I, 2002
11. Bucătaru D. – ***Gestiunea financiară a întreprinderii,*** Editura Junimea, Iaşi, 2006
12. Bucătaru D. – ***Evaluarea întreprinderii***, Editura Junimea, Iaşi, 2006
13. Caspar P., Afriat C. – ***L'investissement intellectual. Essai sur l'economie de l'immatériel***, Economica-CPE, Paris, 1988.

Scanned with OKEN Scanner

30. Hoanţă N. – ***Gestiunea finanţelor firmei***, Editor Tribuna Economică, Bucureşti, 1999
31. Hoanţă N. – ***Finanţele firmei***, Editor Economică, Bucureşti, 2003
32. Kaplan M. – ***Évolution de la nature de l'investissement***, Crédit National, mai 1988
33. Massé P. – ***Le choix des investissments***, Dunod, Paris, 1968
34. Neagoe I. – ***Finanţele întreprinderii***, Editura Ankarom, Iaşi, 1997
35. Negoescu Gh. – ***Risc şi incertitudine în economia contemporană***, Editura Alter Ego Cristian, Galaţi, 1995
36. Niţă C., Popescu M. – ***Dicţionar de marketing şi de afaceri***, Editura Economică, Bucureşti, 1999
37. Onofrei M.- ***Finanţele întreprinderii***, Editura Economică, Bucureşti, 2004
38. Oprițescu M., Sichigea N., Drăcea M. – ***Gestiunea financiară a întreprinderii*** , Editura Dova, Craiova, 1996
39. Oprițescu M., Sichigea N., Drăcea M., Hortopan J. – ***Finanţe şi contabilitate***, Editura Universitaria, Craiova, 1999
40. Philippe de la Chapelle – ***L'evaluation des entreprises***, Economica, Paris, 2002
41. Pinches G.E.– ***Financial Management***, Harper Collins Publichers, 1990
42. Portefield J. – ***Coût du capital et choix des investissements***, Dunod, Paris, 1969
43. Richard J. – ***L'audit des performances de l'entreprise***, La Villequerin editions, Paris, 1989
44. Românu I., Vasilescu I. – ***Managementul investiţiilor***, Editura Mărgăritar, Bucureşti, 1997
45. Roşca T. – ***Creşterea eficienţei mijloacelor circulante***, Editura Academiei, Bucureşti, 1983

Scanned with OKEN Scanner

60. *** - H.G., 2139/30.XI.2004 pentru aprobarea Catalogului privind clasificarea si duratele normale de functionare a mijloacelor fixe, M. Of. Nr. 46/13.01.2005
61. *** - O.G. nr.51/1997 privind operaţiunile de leasing şi societăţile de leasing, publicată în M.Of. nr.236/26 mai 1999
62. *** - Standardele Internaţionale de Contabilitate, Editura Economică, Bucureşti, 2000
63. *** - Le dictionnaire de notre temps, Hachette, Paris, 1988
64. *** - Dixeco de l'economie, Dunod, Paris, 1989
65. *** - Dizionario di administrazione, contabilita, diritto, economia, finanza, informatica, lavoro d'ufficio, risk management, Franco Angeli Libri, Milano, 1989.
66. *** - Dicţionarul explicativ al limbii române, Editura Academiei, Bucureşti, 1975.
67. *** - Dicţionar enciclopedic, Editura Cartier, Bucureşti, 2001.
68. *** – Dicţionar de economie, Ediţia a II-a, Editura Economică, Bucureşti, 2001.

Scanned with OKEN Scanner

- Absolvent al Facultății de Științe Economice-Iași, specializarea Finanțe, promoția 1975.
- Doctor în Economie, specializarea Finanțe-Asigurări.
- Profesor la Catedra de Finanțe și Monedă.
- A publicat peste 50 de studii și cercetări în reviste și volume editate în țară și în străinătate, un număr de 6 cărți și cursuri universitare, ca autor unic, și 7 în colaborare.
- A participat la realizarea unui număr de 20 de contracte și programe de cercetare.
- A efectuat stagii de formare și perfecționare la Universități din Paris, Lyon, Bologna și Perugia, precum și un stagiu practic la Crédit Mutuel, din Epynay sur Orge.

ISBN 978-973-37-1332-6

Scanned with OKEN Scanner